



PUC-SP

Pontifícia Universidade Católica de São Paulo PUC-SP
Faculdade de Direito

Camila Pasqualotti Barbin Torelli

Resolução da Comissão de Valores Mobiliários nº 160: O Novo Regime de Ofertas Públicas
de Valores Mobiliários no Brasil

São Paulo

2022

CAMILA PASQUALOTTI BARBIN TORELLI

Resolução da Comissão de Valores Mobiliários nº 160: O Novo Regime de Ofertas Públicas
de Valores Mobiliários no Brasil

Monografia apresentada à Faculdade de Direito
da Pontifícia Universidade Católica como parte
dos requisitos para conclusão do curso de
graduação em 2022, sob a orientação do Prof.,
Dr. Luiz Gonzaga Modesto de Paula.

São Paulo

2022

Torelli, Camila Pasqualotti Barbin
Resolução da Comissão de Valores Mobiliários nº
160: O Novo Regime de Ofertas Públicas de Valores
Mobiliários no Brasil / CamilaPasqualotti Barbin
Torelli. -- São Paulo: [s.n.], 2022.
48p ; cm.

Orientador: Luiz Gonzaga Modesto de Paula.
Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) --
Pontifícia Universidade Católica de São Paulo,
Graduação em Direito, 2022.

1. Direito Empresarial. 2. Comissão de Valores
Mobiliários. 3. Ofertas Públicas de Valores
Mobiliários. I. de Paula, Luiz Gonzaga Modesto .
II. Pontifícia Universidade Católica de São Paulo,
Graduação em Direito. III. Título.

CDD

À comunidade da Pontifícia Universidade
Católica de São Paulo pelo apoio permanente.

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar, agradeço aos meus pais por sempre incentivarem a minha dedicação aos estudos e por me ensinarem a nunca me contentar com o caminho mais fácil. Eu nunca teria chegado até aqui sem o apoio e amor incondicional de vocês.

Agradeço à minha avó e professora Terezinha Barbin Torelli que desde os meus primeiros anos de vida me ensinou a amar e me dedicar à escrita, à pesquisa e à leitura. Cresci admirando sua enorme biblioteca e desejando algum dia poder ter metade de seu conhecimento e sabedoria.

À minha irmã e maior parceira que esteve todos os dias desta trajetória comigo na faculdade, em casa e no trabalho, me ajudando, me apoiando, dividindo alegrias e angústias.

Aos mestres da Pontifícia Universidade de São Paulo e ao meu orientador, Professor Doutor Luiz Gonzaga Modesto de Paula.

Por fim, gostaria de agradecer ao meu chefe e admirado mentor Bruno Cerqueira que tornou este trabalho de conclusão de curso possível, desde a sugestão do tema até o empréstimo de suas doutrinas. Agradeço por todas as suas aulas em nossos cursinhos de férias, que me incentivaram a estudar sobre o regime jurídico do mercado de capitais e me apaixonar por este mercado.

Ninguém ignora tudo. Ninguém sabe tudo.
Todos nós sabemos alguma coisa. Todos nós
ignoramos alguma coisa. Por isso aprendemos
sempre. (FREIRE, 1987, p. 45).

RESUMO

O presente trabalho trata de um estudo da norma editada pela Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), a Resolução nº 160, de 13 de julho de 2022 (“Resolução CVM 160”), a qual revogará a Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, que dispõe acerca de ofertas públicas de valores mobiliários; a Instrução CVM nº 471, de 8 de agosto de 2008, que estabelece a análise prévia por entidade autorreguladora conveniada à CVM de ofertas públicas sujeitas a registro na CVM e a Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009, que dispõe acerca de ofertas públicas de valores mobiliários com esforços restritos. Para tanto, em um primeiro momento, dissertaremos sobre a criação da CVM, o fundamento de seu poder normativo, a definição de valores mobiliários, bem como o procedimento de revisão e consolidação dos atos normativos da CVM, que resultou na revogação das instruções normativas, e edição de resoluções. Por fim, o presente trabalho abordará as alterações trazidas pela Resolução CVM 160 e o impacto nas ofertas públicas de valores mobiliários a partir da entrada em vigor de referida resolução.

Palavras-chave: Direito Empresarial; Comissão de Valores Mobiliários; Ofertas Públicas de Valores Mobiliários.

ABSTRACT

This paper is a study of the new rule issued by the Brazilian Securities and Exchange Commission ("CVM"), Resolution No. 160, of July 13, 2022 ("CVM Resolution 160"), which will revoke CVM Instruction No. 400, of December 29, 2003, which provides for the public offering of securities, CVM Instruction No. 471, of August 8, 2008, which establishes the prior analysis by a self-regulatory entity associated with the CVM of public offerings subject to registration with the CVM and CVM Instruction No. 476, of January 16, 2009, which provides for the public offering of securities with restricted efforts. To this end, we will first discuss the creation of the CVM, the basis of its normative power, the definition of securities, as well as the revision and consolidation procedure of the normative acts of the CVM, which resulted in the revocation of normative instructions, and the issue of resolutions. Finally, this paper will address the changes brought by CVM Resolution 160 and the impact on public offerings of securities as of the enactment of said resolution.

Keywords: Corporate Law; Securities and Exchange Commission; Public Offerings.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais
BACEN	Banco Central do Brasil
CMN	Conselho Monetário Nacional
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
EFRF	Emissor frequente de valores mobiliários de renda fixa
EGEM	Emissor com grande exposição ao mercado
SDM	Superintendência de Desenvolvimento de Mercado da Comissão de Valores Mobiliários
SNC	Superintendência de Normas Contábeis e de Auditoria da Comissão de Valores Mobiliários

SUMÁRIO

1.	INTRODUÇÃO.....	15
2.	REFERENCIAL TEÓRICO	17
2.1.	A Lei do Mercado de Capitais e a Criação da Comissão de Valores Mobiliários. 17	
2.2.	O conceito de valores mobiliários no regime jurídico brasileiro.....	18
2.3.	A função normativa da CVM.	20
2.4.	Os Instrumentos Normativos da CVM.	21
2.4.1.	A audiência Pública SDM 02/21 e a edição da Resolução CVM 160.	24
3.	AS OFERTAS PÚBLICAS DE DISTRIBUIÇÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS NO BRASIL HOJE.....	25
3.1.	Os sistemas de registro perante a Comissão de Valores Mobiliários.....	25
3.2.	Os elementos caracterizadores das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, à luz da Instrução CVM 400.....	27
3.2.1.	O registro das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários	28
3.3.	Os elementos caracterizadores das ofertas públicas de distribuição com esforços restritos de valores mobiliários, à luz da Instrução CVM 476.	31
4.	RESOLUÇÃO CVM 160: O NOVO REGIME DE OFERTAS PÚBLICAS DE VALORES MOBILIÁRIOS NO BRASIL.	35
5.	CONCLUSÃO.....	44

1. INTRODUÇÃO

Em 13 de julho de 2022 foi editada a Resolução da CVM nº 160¹ (“Resolução CVM 160”), com base na Audiência Pública SDM nº 02/21, cujo prazo para manifestação de terceiros foi 08 de junho de 2021. Nos termos do artigo 100 da Resolução CVM 160, esta entrará em vigor em 2 de janeiro de 2023, data em que, nos termos do artigo 98, incisos I, II e III da Resolução CVM 160, revogará, as Instruções CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003² (“Instrução CVM 400”); nº 471, de 8 de agosto de 2008³ (“Instrução CVM 471”) e nº 476, de 16 de janeiro 2009⁴ (“Instrução CVM 476”, quando em conjunto com Instrução CVM 400, e a Instrução CVM 471, o “Atual Regime de Ofertas Públicas”), sendo, até a data de entrada em vigor da Resolução CVM 160, as principais normas que regem, respectivamente, as ofertas públicas e as ofertas públicas com esforços restritos de valores mobiliários no mercado de capitais.

Em 28 de novembro de 2019 houve a edição do Decreto nº 10.139⁵ (“Decreto nº 10.139”), cujo objetivo foi a revisão e consolidação dos normativos inferiores a decreto editados por órgãos e entidades da administração pública federal direta, autárquica e fundacional, visando a uma padronização em âmbito nacional da nomenclatura das normas. Neste sentido, a CVM iniciou um procedimento de revisão e consolidação de seus atos normativos, que vem resultando na revogação das chamadas instruções normativas, e edição de resoluções. A edição da Resolução CVM 160 é fruto deste processo.

Neste sentido, esta pesquisa possui o intento de realizar um estudo acerca da Resolução CVM 160 e seus impactos sobre o Atual Regime de Ofertas Públicas, bem como a análise a

¹ BRASIL. Resolução CVM nº 160 de 13 de julho de 2022. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição primária ou secundária de valores mobiliários e a negociação dos valores mobiliários ofertados nos mercados regulamentados, e revoga as Instruções CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, CVM nº 471, de 8 de agosto de 2008, CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009, CVM nº 530, de 22 de novembro de 2012, e as Deliberações CVM nº 476, de 25 de janeiro de 2005, CVM nº 533, de 29 de janeiro de 2008, CVM nº 809, de 19 de fevereiro de 2019, CVM nº 818, de 30 de abril de 2019 e CVM nº 850, de 7 de abril de 2020. Diário Oficial da União, Brasília, 14 de jul. de 2022. Marcelo Barbosa, Presidente.

² BRASIL. Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução 13/80 e a Instrução 88/88. Diário Oficial da União, Brasília, 09 de jan. de 2004, retificada em 25 de fev. de 2004. Luiz Antônio de Sampaio Campos, Presidente.

³ BRASIL. Instrução CVM nº 471, de 8 de agosto de 2008. Dispõe sobre o procedimento simplificado para registro de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários. Diário Oficial da União, Brasília, 11 de ago. 2008. Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana, Presidente.

⁴ BRASIL. Instrução CVM nº 476 de 16 de janeiro de 2009. Dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados. Diário Oficial da União, Brasília, 19 de jan. de 2009. Marcos Barbosa Pinto, Presidente.

⁵ BRASIL. Decreto nº 10.139, de 28 de novembro de 2019. Dispõe sobre a revisão e a consolidação dos atos normativos inferiores a decreto. Diário Oficial da União, Brasília, 29 nov. 2019.

respeito das perspectivas para um novo regime de ofertas públicas de valores mobiliários no Brasil e o seu impacto na regulação e nas atuais práticas do mercado de valores mobiliários brasileiro. Assim, o objetivo da pesquisa pode ser classificado como pesquisa de caráter exploratório, descritivo e explicativo.

A relevância do presente trabalho se dá pela análise da mudança na sistemática e principais práticas de mercado referentes à estruturação, negociação e distribuição de valores mobiliários, bem como o registro destes na CVM em todo o território nacional.

O presente estudo será estruturado em 5 capítulos, sendo eles: (i) introdução; (ii) referencial teórico; (iii) as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários no Brasil hoje; (iv) Resolução CVM 160: o novo regime de ofertas públicas de valores mobiliários no Brasil; e (v) conclusão.

O referencial teórico será dividido em 4 subcapítulos, tendo como foco (i) a lei do mercado de capitais e a criação da Comissão de Valores Mobiliários; (ii) o conceito de valores mobiliários no regime jurídico brasileiro; (iii) a função normativa da CVM; e (iv) os instrumentos normativos da CVM.

O capítulo “as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários no Brasil hoje” será dividido em 3 subcapítulos, tendo como foco (i) os sistemas de registro perante a Comissão de Valores Mobiliários; (ii) os elementos caracterizadores das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários à luz da Instrução CVM 400; e (iii) os elementos caracterizadores das ofertas públicas de distribuição com esforços restritos de valores mobiliários, à luz da Instrução CVM nº 476.

O capítulo “Resolução CVM 160: o novo regime de ofertas públicas de valores mobiliários no Brasil” será o responsável por introduzir a análise central do novo regime de ofertas públicas de valores mobiliários no Brasil que será instituído após a entrada em vigor da Resolução CVM 160, e as principais mudanças em relação ao Atual Regime de Ofertas Públicas.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1. A Lei do Mercado de Capitais e a Criação da Comissão de Valores Mobiliários.

Em 7 de dezembro de 1976, foi editada a Lei nº 6.385⁶ (“Lei nº 6.385”), com o objetivo de criar medidas de proteção ao mercado após a crise do mercado de capitais dos anos de 1970 e 1971. Até então, apesar de haver uma preocupação com o sistema financeiro, não havia regulação estruturada. O mercado era alicerçado numa política de incentivos fiscais como, por exemplo, descontos em impostos para investir em títulos. Tal política de incentivos acabou por gerar um excesso de demanda desalinhada com a oferta de valores pelas companhias, o que ocasionou um processo especulativo sobre as ações, que subiram de forma inexplicável.

Essa volatilidade dos preços dos papéis aliado à desconfiança dos investidores levou à crise da bolsa do Rio de Janeiro, entre os anos de 1970 e 1971. Esta crise foi um marco no mercado de capitais brasileiro, pois evidenciou que a estrutura de regulação existente, realizada por uma Diretoria do Bacen, não era suficiente. Seria necessária a criação de uma entidade tecnicamente capacitada e responsável pela observância dos interesses dos investidores, que velasse pelo cuidado das informações no mercado.

Assim, em 7 de dezembro de 1976, foi criada a CVM, por meio da Lei nº 6.385, para exercer as funções de órgão regulador e fiscalizador do mercado de valores mobiliários, tarefas, até então, atribuídas ao Bacen. A distribuição da competência normativa e fiscalizadora exercida sobre o mercado ficou dividida entre o Bacen, que disciplina o sistema financeiro bancário, monetário e creditício; e à CVM, que disciplina o mercado de valores mobiliários.

O artigo 5º da Lei nº 6.385, dispõe sobre a natureza, características e funções da CVM, conforme abaixo:

“Artigo 5º É instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária.”

⁶ BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. (Lei do Mercado de Capitais.) Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Diário Oficial da União, Brasília, 09 dez. 1976.

Com a edição da Medida Provisória n° 08, posteriormente convertida na Lei n° 10.411, de 26 de fevereiro de 2002, que deu origem à atual redação do artigo 5° supracitado, a CVM foi elevada à condição de entidade autárquica em regime especial, ou seja, passou a ser agência reguladora, de modo que tem poderes para regular, fiscalizar e sancionar as seguintes atividades no mercado de valores mobiliários, conforme estabelecidas no artigo 1° da Lei n° 6.385: a emissão; distribuição; negociação; intermediação; administração de carteiras e custódia de valores mobiliários; a auditoria das companhias abertas e os serviços de consultor e analista de valores mobiliários.

Disso decorre a importância de se conceituar quais títulos são efetivamente considerados como valores mobiliários: para delimitar o âmbito de aplicação da Lei n° 6.385, estabelecer o escopo da atuação da CVM, bem como o alcance de sua regulamentação administrativa.

Assim, cumpre à CVM exercer sua competência sobre os valores mobiliários objetos de oferta pública ou negociados em sistemas públicos de negociação. Por outro lado, a emissão e a negociação privadas, de valores mobiliários não ensejam, em regra, a disciplina ou fiscalização da CVM. A competência da CVM para regulamentar, fiscalizar e aplicar sanções administrativas se limita aos emissores de valores mobiliários, seus controladores e administradores, assim como às entidades integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, por exemplo, auditores independentes e demais pessoas que atuam profissionalmente neste mercado.

2.2. O conceito de valores mobiliários no regime jurídico brasileiro.

A Lei n° 6.385, em sua redação primária, previa um rol restrito de espécies de valores mobiliários (ações, partes beneficiárias, debêntures, cupões destes títulos e bônus de subscrição, certificados de depósitos), conferindo segurança jurídica a este sistema. Mas, ainda assim, dava ao CMN o poder para criar títulos e ampliar esta lista.

Utilizando esta faculdade que lhe foi conferida, o CMN editou diversas Resoluções definindo novos valores mobiliários, além daqueles previstos na Lei n° 6.385, tais como notas promissórias, certificados de recebíveis imobiliários (CRI), certificados de depósitos, dentre outros. Além disso, a legislação esparsa também definiu como valor mobiliário as cotas de fundos de investimento imobiliário.

Como se vê, a ideia inicial de se trazer segurança jurídica ao sistema por meio da previsão taxativa dos valores mobiliários na Lei nº 6.385 se mostrou insuficiente com a rápida dinâmica em que o mercado cria instrumentos fora do rol previsto na referida legislação.

Assim, foi editada a Medida Provisória nº 1.637/1998, posteriormente convertida na Lei nº 10.198, de 14 de fevereiro de 2001⁷, que criou um conceito amplo e genérico de valores mobiliários, em seu artigo 1º, superando a necessidade da previsão explícita na Lei nº 6.385:

“Artigo 1º Constituem valores mobiliários, sujeitos ao regime da Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, quando ofertados publicamente, os títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.”

Esta definição foi incorporada pela reforma da Lei nº 6.385, dada pela Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001⁸ (“Lei nº 10.303”), que trouxe um conceito aberto de valor mobiliário ao alterar o inciso IX do artigo 2º da Lei nº 6.385⁹, ao substituir a expressão “os títulos ou contratos de investimento coletivos” por “*quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivos*”. Conceitualmente, referido inciso abrange por si só todos os valores

⁷ BRASIL. Lei nº 10.198, de 14 de fevereiro de 2001. Dispõe sobre a regulação, fiscalização e supervisão dos mercados de títulos ou contratos de investimento coletivo, e dá outras providências. Diário Oficial da União, Brasília, 16 fev. 2001.

⁸ BRASIL. Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Diário Oficial da União, Brasília, 1 nov. 2001.

⁹ BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Artigo 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: I - as ações, debêntures e bônus de subscrição; II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II; III - os certificados de depósito de valores mobiliários; IV - as cédulas de debêntures; V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; VI - as notas comerciais; VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros. § 1º Excluem-se do regime desta Lei: I - os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal; II - os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures. § 2º Os emissores dos valores mobiliários referidos neste artigo, bem como seus administradores e controladores, sujeitam-se à disciplina prevista nesta Lei, para as companhias abertas. § 3º Compete à Comissão de Valores Mobiliários expedir normas para a execução do disposto neste artigo, podendo: I - exigir que os emissores se constituam sob a forma de sociedade anônima; II - exigir que as demonstrações financeiras dos emissores, ou que as informações sobre o empreendimento ou projeto, sejam auditadas por auditor independente nela registrado; III - dispensar, na distribuição pública dos valores mobiliários referidos neste artigo, a participação de sociedade integrante do sistema previsto no Artigo 15 desta Lei; IV - estabelecer padrões de cláusulas e condições que devam ser adotadas nos títulos ou contratos de investimento, destinados à negociação em bolsa ou balcão, organizado ou não, e recusar a admissão ao mercado da emissão que não satisfaça a esses padrões. § 4º É condição de validade dos contratos derivativos, de que tratam os incisos VII e VIII do **caput**, celebrados a partir da entrada em vigor da Medida Provisória nº 539, de 26 de julho de 2011, o registro em câmaras ou prestadores de serviço de compensação, de liquidação e de registro autorizados pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários.

mobiliários, ao passo que todos os incisos anteriores do mesmo artigo podem ser considerados como um rol exemplificativo dos valores mobiliários tidos como mais comuns.

O inciso IX do artigo 2º da Lei nº 6.385 é considerado por alguns autores, como Modesto Carvalhosa¹⁰, o fundamento básico da definição de valores mobiliários. Ademais, cabe pontuar que este conceito genérico é um importante marco na legislação brasileira, ao evitar a constante atualização da lei e ao fornecer poderes à CVM para decidir, *in concreto*, se determinados instrumentos são ou não valores mobiliários, permitindo à CVM o acompanhamento das inovações do mercado de modo eficiente e dinâmico.

A partir deste conceito, é extraída a competência dos órgãos da administração pública encarregados de fiscalizar as atividades desenvolvidas no mercado financeiro: no caso de oferta, intermediação, negociação ou distribuição de valores mobiliários a competência é da CVM, ao passo que os negócios envolvendo outros ativos financeiros que não valores mobiliários a competência fiscalizatória é do Bacen. Assim, na hipótese de os valores mobiliários serem objeto de uma oferta pública, cumpre à CVM exercer sua competência sobre eles.

2.3. A função normativa da CVM.

A regulação das atividades econômicas e da exploração privada de bens e serviços públicos é desempenhada, no regime jurídico pátrio, por autarquias especiais dotadas de autonomia e independência, e exercida mediante um conjunto de competências normativas, executivas e judicantes.

No caso da CVM, o exercício dos poderes para organizar e disciplinar o mercado tinha fundamento, desde sua criação, na construção doutrinária da delegação de poderes legislativos¹¹. Justificava-se o exercício de parcela de poder normativo por órgão da Administração indireta, desde que assim previsto pela legislação.

Neste sentido, o fundamento constitucional do poder regulamentar da CVM decorre do artigo 174 da Constituição da República Federativa do Brasil de 1988¹² (“CRFB”), o qual outorgou ao Estado competência normativa enquanto regulador da atividade econômica, ao

¹⁰ CARVALHOSA, Modesto: Tratado de Direito Empresarial, Volume VI, Mercado de Capitais, São Paulo, p. 138, Ed. set. 2016.

¹¹ BOLIVAR B. M. ROCHA, "O Poder Normativo de Órgãos da Administração. O caso da Comissão de Valores Mobiliários". Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, Revista dos Tribunais, n. 64, out./dez. 1986, pp. 47 e ss.

¹² BRASIL. Constituição (1988). Constituição da República Federativa do Brasil. Brasília, 5 de outubro de 1988.

estabelecer que o Estado, como agente normativo e regulador da atividade econômica, exercerá as funções de fiscalização, incentivo e planejamento, sendo este determinante para o setor público e indicativo para o setor privado. Este poder representa também um dever, não podendo a CVM omitir-se em seu exercício normativo.

O §3º do artigo 2º da Lei nº 6.385, com a redação trazida pela Lei nº 10.303, contém a fonte da competência normativa da CVM em relação aos valores mobiliários e seus emissores, balizada pelas finalidades estabelecidas pelo artigo 4º da Lei nº 6.385, na medida em que prevê competir à CVM expedir normas para a execução do disposto no referido artigo 2º, que define valores mobiliários.

Além disso, também é base legal e geral do poder normativo da CVM o inciso I do artigo 8º da Lei nº 6.385, o qual prevê a competência da autarquia para regulamentar, observando a política definida pelo CMN, as matérias expressamente previstas na Lei nº 6.385.

Cabe pontuar, por fim, que, pelas particularidades do mercado que disciplina os valores mobiliários, diferente de outras autarquias cuja liberdade de atuação é mais restrita, a CVM possui capacidade de inovar a lei, disciplinar o acesso de agentes privados ao mercado e regular sua conduta. Também em razão disso a reforma legislativa à Lei nº 6.385, ocorrida em 2001, procurou assegurar a autonomia e a ampliar a competência da CVM, qualificando-a como "*entidade autárquica em regime especial*", dotada de "*autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária*".

2.4. Os Instrumentos Normativos da CVM.

Em 28 de novembro de 2019 foi editado o Decreto nº 10.139, cujo objetivo foi revisar e consolidar os atos normativos inferiores a decreto editados por órgãos e entidades da administração pública federal direta, autárquica e fundacional.

Neste sentido e, a partir da entrada em vigor deste decreto, os atos normativos inferiores a decreto passaram a ser editados sob a forma de (i) portarias, no caso de atos normativos editados por uma ou mais autoridades singulares; (ii) resoluções, no caso de atos normativos editados por colegiados; ou (iii) instruções normativas, no caso de atos normativos que, sem inovar, orientem a execução das normas vigentes pelos agentes públicos.

Em atendimento ao Decreto nº 10.139, a CVM divulgou a Resolução CVM nº 1, de 6 de agosto de 2020¹³, para consolidar a nomenclatura de atos a serem expedidos pela referida entidade autárquica, esclarecendo que as resoluções passam a consubstanciar os atos editados pelo Colegiado para regulamentação das matérias previstas na Lei nº 6.385 e na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976¹⁴ (“Lei nº 6.404”), conforme disposto no inciso I do artigo 8º da Lei nº 6.385, assim como no exercício de outras competências normativas.

Até então, os principais atos normativos da CVM eram as Instruções, que traziam comandos abstratos e gerais, destinados a regular o mercado de capitais. Hoje, verificamos um procedimento pelo qual as antigas Instruções vêm sendo revistas pela CVM e revogadas para, em linha com o Decreto nº 10.139, dar espaço às Resoluções.

A Resolução CVM nº 2, de 6 de agosto de 2020¹⁵, foi a primeira a efetivamente revogar instruções e demais atos sem caráter normativo, como parte do processo de revisão e consolidação dos atos normativos.

Neste sentido, as Instruções, hoje Resoluções, da CVM, são, em geral, fruto de um elaborado processo, baseado em estudos prévios, internos ou mesmo dos participantes do mercado, que podem decorrer de demandas do próprio mercado, da necessidade de aprimoramento de normas, e para sanar imperfeições e lacunas da legislação vigente.

Cabe pontuar que as resoluções expedidas pela CVM configuram atos normativos perfeitos, gozando de presunção de validade e constitucionalidade. Assim, na esfera administrativa, somente podem ser revogadas pelo próprio Colegiado da CVM.

O processo de normatização da CVM obedece ao disposto na Portaria CVM/PTE 48/2019, de 19 de março de 2019 (“Portaria CVM/PTE 48/2019”), por meio da qual foi alterado o processo para elaboração de normativos pela CVM, antes regulado pela Portaria CVM/PTE 170, de 16 de outubro de 2014. A Portaria CVM/PTE 48/2019 estabelece, em seu artigo 2º, que se entende por processo de normatização a sequência de fases de elaboração de um normativo, desde o seu início até a edição da norma ou seu arquivamento pela CVM.

O processo de normatização da CVM, nos termos do artigo 4º da Portaria CVM/PTE 48/2019, é composto pelas seguintes fases (i) abertura e catalogação, por meio do qual é aberto

¹³ BRASIL. Resolução CVM nº 1, de 6 de agosto de 2020. Estabelece a nomenclatura de atos a serem expedidos pela Comissão de Valores Mobiliários. Diário Oficial da União, Brasília, 07 de ago. 2020. Marcelo Barbosa, Presidente.

¹⁴ BRASIL. Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações (Lei das Sociedades Anônimas). Diário Oficial da União, suplemento, Brasília, 17 dez. 1965. (suplemento).

¹⁵ BRASIL. Resolução CVM nº 2, de 6 de agosto de 2020. Revoga atos normativos e outros atos sem caráter normativo, como parte do processo de revisão e a consolidação dos atos normativos, conforme disposto no Decreto nº 10.139, de 28 de novembro de 2019, e altera a Instrução CVM nº 607, de 17 de junho de 2019. Diário Oficial da União, Brasília, 07 de ago. 2020. Marcelo Barbosa, Presidente.

o processo de normatização ou de estudo prévio; (ii) análise de impacto regulatório (“AIR”); (iii) pré-audiência pública; (iv) audiência pública; e (v) pós-audiência pública.

Na fase pré-audiência pública são conduzidos estudos e análises para avaliar a pertinência e a proporcionalidade (i) da edição de uma norma para regulamentar determinada matéria; (ii) da aderência do projeto de normatização com as demais normas editadas pela CVM e pelo CMN; e (iii) a aderência do projeto de normatização com as normas e padrões internacionais. Por fim, a fase de pré-audiência pública é finalizada com a aprovação pelo Colegiado da CVM do edital de audiência pública, da minuta de norma e do comunicado ao mercado.

A fase de audiência pública tem início com a publicação do edital de audiência pública na página da CVM na rede mundial de computadores, com a indicação do prazo para o envio de manifestações, sendo que as manifestações recebidas também são disponibilizadas na página da CVM na rede mundial de computadores, após o término do prazo da audiência pública.

A fase pós audiência pública, por sua vez, é marcada pela análise das manifestações recebidas e elaboração do relatório de audiência pública, pela SDM ou pela SNC. Após a análise e discussão dos comentários e sugestões recebidos na audiência pública, o Colegiado da CVM pode deliberar: (i) pela aprovação da versão definitiva da norma a ser editada, com base no relatório final de audiência pública, com os eventuais ajustes necessários; (ii) pela realização de nova audiência pública ou de audiência restrita; ou (iv) pelo arquivamento do processo sem edição da norma.

Como se vê, o procedimento de normatização da CVM disposto na Portaria CVM/PTE 48/2019 obriga a realização de audiência pública, para que haja democrática participação popular. Neste sentido, o administrado é visto como um parceiro no exercício da administração pública, que deve ter suas pretensões ouvidas para a elaboração da norma, pois será o destinatário das novas regras. A participação das entidades reguladas traz legitimidade à norma editada e permite a obtenção de melhores resultados práticos. A audiência pública também tem o condão de legitimar a nova norma.

Por fim, cumpre pontuar que, apesar de o artigo 8º, § 3º, I, da Lei nº 6.385¹⁶ facultar à CVM a realização de consultas públicas acerca de seus projetos de atos normativos, a CVM

¹⁶ BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Artigo 8º [...] § 3º Em conformidade com o que dispuser seu regimento, a Comissão de Valores Mobiliários poderá: I - publicar projeto de ato normativo para receber sugestões de interessados.

adotou como pressuposto de sua atuação reguladora a obrigatória submissão de suas normas à prévia audiência pública dos participantes do mercado, bem como quaisquer interessados.

2.4.1. A audiência Pública SDM 02/21 e a edição da Resolução CVM 160.

Uma vez compreendido o processo de normatização da CVM, ilustraremos o procedimento com base na recém editada Resolução CVM 160.

A fase de audiência pública teve início em 10 de março de 2021, data em que foi publicado na página da CVM na rede mundial de computadores o edital de Audiência Pública SDM nº 02/21¹⁷, por meio do qual foram submetidas à audiência pública, nos termos do artigo 8º, § 3º, I, da Lei nº 6.385, três minutas de resoluções relacionadas às ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, para análise e manifestação dos participantes do mercado, até o prazo de 8 de julho de 2021. Está disposta na mesma página da CVM na rede mundial de computadores a íntegra das manifestações recebidas.

Em 14 de julho de 2022, após a análise das manifestações recebidas, já na fase pós audiência pública, foi publicado pela SDM o relatório de análise¹⁸ para sintetizar as sugestões recebidas no âmbito da Audiência Pública SDM nº 02/21, e apresentar as respectivas manifestações da CVM.

Por fim, e após os ajustes necessários, o Colegiado da CVM aprovou a versão definitiva da norma, com base no relatório final de audiência pública. Desta forma, em 13 de julho de 2022 foi publicada, na página da CVM na rede mundial de computadores, a Resolução CVM 160.

Nos termos do artigo 100 da Resolução CVM 160, referida resolução entrará em vigor em 2 de janeiro de 2023, data em que, em linha com o artigo 98, incisos I, II e III da Resolução CVM 160, revogará a Instrução CVM 400, a Instrução CVM 471 e a Instrução CVM 476.

Na entrada em vigor da Resolução CVM 160 e nos termos de seu artigo 2º, passará a regular as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, a negociação dos valores mobiliários ofertados nos mercados regulamentados, com o objetivo de assegurar a proteção dos interesses do público investidor em geral e promover a eficiência e o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários.

¹⁷ https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2021/sdm0221.html.

¹⁸ https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2021/sdm0221_Relatorio.pdf

3. AS OFERTAS PÚBLICAS DE DISTRIBUIÇÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS NO BRASIL HOJE

A oferta pública de distribuição de valores mobiliários constitui a operação por meio da qual a companhia ou titulares de valores mobiliários de sua emissão colocam, mediante apelo ao público, valores mobiliários no mercado de capitais. Nesse sentido, investidores interessados em se tornar titulares dos valores mobiliários ofertados devem subscrevê-los ou adquiri-los e o preço por eles pago é revertido para o ofertante.

Existem duas modalidades de ofertas públicas de distribuição: (i) ofertas públicas primárias e (ii) ofertas públicas secundárias. Por meio das (i) ofertas primárias a companhia emite novos valores mobiliários, visando à sua colocação perante os investidores e os recursos obtidos são revertidos para a própria companhia emissora; ao passo que, (ii) por meio das ofertas secundárias, os acionistas da companhia ou titulares de outros valores mobiliários de sua emissão vendem ao mercado, também mediante apelo ao público, os títulos de sua propriedade já emitidos pela companhia. Neste caso, os recursos pagos pelos investidores para adquirir os valores mobiliários não são destinados à companhia emissora, mas aos próprios ofertantes.

Existem, ainda, as ofertas mistas, em que parte dos valores mobiliários ofertados são oriundos de uma nova emissão da companhia e a outra parte tem origem em títulos já emitidos.

A distinção entre ofertas primárias e secundárias é relevante apenas em termos econômicos e não jurídicos, considerando que não há distinção entre estas duas modalidades de ofertas públicas, já que a Lei nº 6.385 e a regulamentação expedida pela CVM tratam de igual modo referidas ofertas.

Os principais normativos da CVM que atualmente regulamentam as ofertas públicas de valores mobiliários, até a data de entrada em vigor da Resolução CVM 160, são a Instrução CVM 400, a Instrução CVM 471 e a Instrução CVM 476.

3.1. Os sistemas de registro perante a Comissão de Valores Mobiliários.

Consideramos um dos principais objetivos de toda a sistemática do mercado de capitais o acesso das sociedades a meios de captação de recursos, o que ocorre, em muitas das vezes, por meio da poupança popular. Assim, é de extrema importância um sistema de regulamentação e fiscalização de mercado que proteja os investidores, mas que, ao mesmo tempo, não torne demasiado burocrática a captação de recursos pelas companhias.

A implementação de uma política eficiente de divulgação de informação fundamenta-se na mecânica de registros perante a CVM, por meio dos quais são filtradas as informações tidas como necessárias para os investidores efetuarem suas decisões de investimento de forma clara e consciente.

O registro de companhia aberta deve ser obtido pelas sociedades anônimas perante a CVM para que os valores mobiliários por ela emitidos sejam aptos à negociação em bolsa de valores ou no mercado de balcão aos investidores em geral. Referido registro encontra-se disciplinado nos artigos 21 da Lei nº 6.385¹⁹ e 4º, §1º da Lei nº 6.404²⁰, atualmente regulamentados pela Resolução CVM nº 80, de 29 de março de 2022²¹ (“Resolução CVM 80”), a qual revogou a Instrução CVM nº 480/2009.

Além do registro de companhia aberta, para que se possa promover a oferta pública de distribuição, é necessária a obtenção do registro da oferta, mediante o envio de informações específicas sobre os valores mobiliários publicamente distribuídos e sobre a oferta. Há expressa necessidade do registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários no *caput* do artigo 19, da Lei nº 6.385²²; no artigo 4º, §2º, da Lei nº 6.404²³, sendo disciplinado, com mais detalhes, até a entrada em vigor da Resolução CVM 160, pela Instrução CVM 400 e pela Instrução CVM 471.

Como se vê, a obrigatoriedade de registro perante a CVM das companhias e das ofertas públicas de valores mobiliários possui caráter instrumental, na medida em que visa a divulgação ao público investidor das informações prestadas.

¹⁹ BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Artigo 21. A Comissão de Valores Mobiliários manterá, além do registro de que trata o Artigo 19: I - o registro para negociação na bolsa; II - o registro para negociação no mercado de balcão, organizado ou não. § 1º - Somente os valores mobiliários emitidos por companhia registrada nos termos deste artigo podem ser negociados na bolsa e no mercado de balcão. § 2º O registro do Artigo 19 importa registro para o mercado de balcão, mas não para a bolsa ou entidade de mercado de balcão organizado.

²⁰ BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Artigo 4º Para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários. § 1º Somente os valores mobiliários de emissão de companhia registrada na Comissão de Valores Mobiliários podem ser negociados no mercado de valores mobiliários.

²¹ BRASIL. Resolução CVM nº 80, de 29 de março de 2021. Dispõe sobre o registro e a prestação de informações periódicas e eventuais dos emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Diário Oficial da União, Brasília, 30 de mar. de 2021.

²² BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Artigo 19 Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão. [...].

²³ BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. §2º Nenhuma distribuição pública de valores mobiliários será efetivada no mercado sem prévio registro na Comissão de Valores Mobiliários.

3.2. Os elementos caracterizadores das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, à luz da Instrução CVM 400.

Modesto Carvalhosa nos ensina que, em regra, a oferta pública de venda de valores mobiliários é caracterizada por ser uma proposta dirigida à generalidade dos indivíduos, ou seja, a oferta pública tem como destinatários pessoas indeterminadas, não individualizadas, pois qualquer um pode aceitar a proposta²⁴.

O artigo 3º da Instrução CVM 400²⁵, responsável por regulamentar o artigo 19 da Lei nº 6.385, que caracteriza as ofertas públicas de venda de valores mobiliários, enumera, de forma exemplificativa, elementos objetivos que podem configurar a distribuição pública de valores mobiliários. Diante disso, constitui circunstância indicadora da natureza pública de determinada oferta a distribuição indiscriminada, a qualquer pessoa, de prospectos, folhetos e outros materiais publicitários sobre a oferta. Tal prática, assim como os demais elementos aqui descritos, também pode demonstrar o esforço do ofertante em oferecer os valores mobiliários a um número ilimitado de potenciais adquirentes, independentemente de suas características pessoais.

Quaisquer outros instrumentos de apelo à poupança popular, desde que não individualizados aos destinatários da oferta, podem também ser considerados como caracterizadores da distribuição pública.

²⁴ CARVALHOSA, MODESTO. Oferta Pública de Aquisição de Ações. Rio de Janeiro, IBMEC, 1979, p. 23.

²⁵ BRASIL. Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003. Artigo 3º São atos de distribuição pública a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários, de que conste qualquer um dos seguintes elementos: I - a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios, destinados ao público, por qualquer meio ou forma; II - a procura, no todo ou em parte, de subscritores ou adquirentes indeterminados para os valores mobiliários, mesmo que realizada através de comunicações padronizadas endereçadas a destinatários individualmente identificados, por meio de empregados, representantes, agentes ou quaisquer pessoas naturais ou jurídicas, integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários, ou, ainda, se em desconformidade com o previsto nesta Instrução, a consulta sobre a viabilidade da oferta ou a coleta de intenções de investimento junto a subscritores ou adquirentes indeterminados; III - a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público destinada, no todo ou em parte, a subscritores ou adquirentes indeterminados; ou IV - a utilização de publicidade, oral ou escrita, cartas, anúncios, avisos, especialmente através de meios de comunicação de massa ou eletrônicos (páginas ou documentos na rede mundial ou outras redes abertas de computadores e correio eletrônico), entendendo-se como tal qualquer forma de comunicação dirigida ao público em geral com o fim de promover, diretamente ou através de terceiros que atuem por conta do ofertante ou da emissora, a subscrição ou alienação de valores mobiliários. §1º Para efeito desta Instrução, considera-se como público em geral uma classe, categoria ou grupo de pessoas, ainda que individualizadas nesta qualidade, ressalvados aqueles que tenham prévia relação comercial, creditícia, societária ou trabalhista, estreita e habitual, com a emissora. § 2º A distribuição pública de valores mobiliários somente pode ser efetuada com intermediação das instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, ressalvadas as hipóteses de dispensa específica deste requisito, concedidas nos termos do Artigo 4º.

Assim, apesar de a legislação mencionar apenas os elementos objetivos, a sua interpretação teleológica nos leva à conclusão de que a caracterização da oferta pública pressupõe a presença de outros requisitos, especialmente as características pessoais dos investidores perante os quais a oferta será realizada.

Neste sentido, a Exposição de Motivos da Lei nº 6.385 enfatiza que a exigência do registro perante a CVM não deve ser aplicada às hipóteses em que os investidores não necessitam da atuação estatal para proteger seus interesses²⁶. Considerando a característica instrumental do registro de distribuição pública, a aplicação prática das normas não deveria criar custos desnecessários para as companhias. Entendemos, portanto, que se os investidores estão de posse de informações que lhes permitem uma tomada de decisão consciente, não cabe à CVM determinar o registro de distribuição e a divulgação de informações pela companhia, quando restar claro que os destinatários da oferta não necessitam de proteção governamental.

Com efeito, vale pontuar que o artigo 4º, § 4º, inciso VII, da Instrução CVM 400 permite à CVM dispensar o registro das ofertas públicas de venda de valores mobiliários dirigidas exclusivamente a investidores qualificados, desde que os subscritores declarem que *"a) têm conhecimento e experiência em finanças e negócios suficientes para avaliar os riscos e o conteúdo da oferta e que são capazes de assumir tais riscos"; "b) tiveram amplo acesso às informações que julgaram necessárias e suficientes para a decisão de investimento, notadamente aquelas normalmente fornecidas no Prospecto; e c) têm conhecimento de que se trata de hipótese de dispensa de registro ou de requisitos, conforme o caso"*.

3.2.1. O registro das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários

Como explicitado acima, a Instrução CVM 400 regulamenta o registro das ofertas primárias e secundárias de valores mobiliários. Nesse sentido, a CVM pode, levando em consideração a preservação do interesse público e da proteção do público investidor, dispensar o registro ou alguns dos seus requisitos, mediante requerimento do ofertante e da instituição intermediária, o que é analisado pela área técnica da CVM em paralelo com o procedimento de registro da oferta. O registro é automaticamente dispensado, sem a necessidade de formulação do pedido de dispensa, nas hipóteses previstas no artigo 5º, incisos I e II, da Instrução CVM 400²⁷.

²⁶ CVM. **Exposição de Motivos nº 196**, de 24 de junho de 1976, da Lei 6.404 de 1976. Disponível em: http://sistemas.cvm.gov.br/port/atos/leis/6404_Exposicao.asp. Acesso em: 7 set. 2022.

²⁷ BRASIL. Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003. Artigo 5º Não se sujeitam ao registro a que se refere o Artigo 2º as seguintes ofertas públicas de distribuição: I – de ações de propriedade da União, Estados,

O pedido de registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários deve ser formulado pelo ofertante em conjunto com a instituição financeira intermediária da oferta, instruído com os documentos e as informações constantes do Anexo 11 à Instrução CVM 400.

Dentre os documentos obrigatórios para o pedido de registro, o Prospecto da distribuição pública, previsto no artigo 38 da Instrução CVM 400, constitui o principal documento de caráter informativo a ser apresentado pela companhia que pretenda obter o registro de uma distribuição pública de valores mobiliários.

Nos termos do supracitado artigo, o Prospecto deve conter 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*" a respeito (i) da oferta; (ii) dos valores mobiliários objeto da oferta e dos direitos que lhes são inerentes; (iii) do ofertante; (iv) da companhia emissora e sua situação patrimonial, econômica e financeira; (v) de terceiros garantidores de obrigações relacionadas com os valores mobiliários objeto da oferta; e (vi) de terceiros que venham a ser destinatários dos recursos captados com a oferta²⁸. Outros detalhes a serem trazidos ao conhecimento do público por meio do Prospecto estão previstos no Anexo III da Instrução CVM 400.

Os investidores poderão efetuar reservas de subscrição ou aquisição com base no Prospecto preliminar, as quais somente poderão ser confirmadas após o registro da oferta, quando o Prospecto definitivo deve ser disponibilizado aos investidores.

A contar do pedido de registro, a CVM tem o prazo de 20 (vinte) dias úteis para se manifestar sobre o pedido de registro acompanhado de todos os documentos e informações que devem instruí-lo²⁹. O registro será automaticamente efetivado caso a CVM não se manifeste nesse prazo.

Referido prazo de 20 (vinte) dias úteis pode ser interrompido uma única vez, caso a CVM, por ofício encaminhado ao líder da distribuição e com cópia para o ofertante ou, se for o caso, para os fundadores, solicitar documentos, alterações e informações adicionais relativos ao pedido de registro de distribuição, concedendo-se prazo de 40 (quarenta) dias úteis, prorrogáveis por mais 20 (vinte) dias úteis, por pedido fundamentado pelos interessados. A partir do recebimento dos documentos e informações apresentados em cumprimento às

Distrito Federal e municípios e demais entidades da administração pública, que, cumulativamente: a) não objetiva colocação junto ao público em geral; e b) seja realizada em leilão organizado por entidade administradora de mercado organizado, nos termos da Lei nº 8.666, de 21 de junho de 1993; e II – de lote único e indivisível de valores mobiliários.

²⁸ Artigos 38 e 39 da Instrução CVM 400.

²⁹ Artigo 8º da Instrução CVM 400.

exigências formuladas pela CVM, começa a fluir um prazo de 10 (dez) dias úteis para a autarquia se manifestar sobre o pedido registro ou, caso, além da apresentação de documentos e informações adicionais, também sejam realizadas alterações em documentos e informações anteriormente apresentadas, o prazo para análise da CVM será de 20 (vinte) dias úteis (“Procedimento Ordinário”).

Por outro lado, caso o líder da distribuição e o ofertante encaminhem requerimento fundamentado à CVM, esta poderá interromper por uma única vez a análise do pedido de registro por até 60 (sessenta) dias úteis, após o qual recomeçarão a fluir os prazos de análise integralmente, como se novo pedido de registro houvesse sido apresentado, independentemente da fase em que se encontrava a análise da CVM.

O deferimento do registro será comunicado por ofício ao líder da distribuição, com cópia para o ofertante, no qual constarão as principais características da distribuição registrada.

O pedido de registro da oferta poderá ser indeferido quando não forem cumpridas as exigências formuladas pela CVM, nos prazos previstos na Instrução CVM 400, sendo que, antes do indeferimento, a CVM enviará ofício à instituição líder, com cópia para o ofertante, concedendo-lhe a oportunidade de suprir os vícios sanáveis, se houver, no prazo de 10 (dez) dias úteis do recebimento do ofício ou no restante do prazo que faltar para o término do prazo de análise, o que for maior. O prazo para manifestação da CVM a respeito do cumprimento das exigências em atendimento ao ofício é de 10 (dez) dias úteis, contados da data do protocolo para as ofertas públicas de valores mobiliários. Se decorrido este prazo e não sanados os vícios, a CVM indeferirá o pedido de registro, decisão contra a qual cabe recurso ao colegiado.

Todo o procedimento de registro explicitado acima, pode ser considerado demorado e custoso. Neste contexto e, por meio da Instrução CVM 471, a CVM instituiu o Procedimento Simplificado, visando a redução do prazo para o registro. O Procedimento Simplificado consiste na análise prévia dos documentos da oferta por entidade autorreguladora que tenha celebrado convênio com a CVM para tal finalidade, como é o caso da ANBIMA (“Procedimento Simplificado”).

Após a conclusão desta análise prévia, e não havendo exigências a serem feitas ao ofertante, a entidade autorreguladora conveniada deverá apresentar o pedido de registro à CVM, acompanhado de toda documentação pertinente e de um Relatório Técnico, no qual deverá recomendar o deferimento ou indeferimento do pedido de registro de oferta.

A partir disso, inicia-se um prazo de 7 (sete) dias úteis para que a CVM se manifeste sobre o pedido de registro, sob pena de concessão automática. Caso a CVM formule

exigências adicionais, estas devem ser cumpridas e entregues pela entidade autorreguladora em 20 (vinte) dias úteis, junto com novo Relatório Técnico, para uma segunda apreciação pela CVM, a qual deverá ocorrer no prazo máximo de 4 (quatro) dias úteis. Os pedidos de dispensa de registro ou de algum de seus requisitos também devem ser analisados pela entidade autorreguladora conveniada.

Independentemente da escolha do ofertante pelo Procedimento Ordinário ou Procedimento Simplificado, se a juízo da CVM, houver alteração substancial, posterior e imprevisível nas circunstâncias de fato existentes quando da apresentação do pedido de registro de distribuição pública, que acarrete aumento relevante dos riscos assumidos pelo ofertante e inerentes à própria oferta, poderá ela acolher pedido de modificação ou revogação da oferta, nos termos do artigo 25 da Instrução CVM 400, sendo que o pedido de modificação presumir-se-á deferido caso não haja manifestação da CVM em sentido contrário no prazo de 10 (dez) dias úteis, contado do protocolo na CVM.

Deferida a modificação, a CVM pode, por sua iniciativa ou a requerimento do ofertante, prorrogar o prazo da oferta por até 90 (noventa) dias. Cumpre observar que a modificação da oferta para melhorá-la em favor dos investidores é sempre permitida.

Por fim, caso seja deferida a modificação da oferta, deve ser divulgada imediatamente pelos mesmos meios utilizados para a divulgação da oferta, sendo que a comunicação aos investidores que já tenham aderido à oferta deve ser realizada diretamente por qualquer forma de comunicação passível de comprovação para que confirmem, em 5 (cinco) dias úteis, do recebimento da comunicação, o interesse em manter a aceitação, a qual será presumida em caso de silêncio.

3.3. Os elementos caracterizadores das ofertas públicas de distribuição com esforços restritos de valores mobiliários, à luz da Instrução CVM 476.

Observada a ideia exposta acima de que há investidores que não necessitam da proteção concedida pelo registro da oferta para proteger seus interesses, a CVM instituiu, por meio da Instrução CVM 476, a oferta pública de valores mobiliários, distribuída com esforços restritos.

Nessa modalidade de oferta somente é permitida a procura de, no máximo, 75 (setenta e cinco) investidores profissionais, conforme definido no artigo 11 da Resolução CVM 30, de

11 de maio de 2021³⁰ (“Resolução CVM 30”), sendo que os valores mobiliários ofertados deverão ser subscritos ou adquiridos por, no máximo, 50 (cinquenta) investidores profissionais. Ademais, os valores mobiliários distribuídos de acordo com a Instrução CVM 476 somente podem ser negociados entre investidores qualificados, conforme definido no artigo 12 da Resolução CVM 30³¹ e depois de decorridos 90 (noventa) dias de cada subscrição ou aquisição pelos investidores, com exceção das hipóteses expressamente elencadas nos incisos do artigo 13 da Instrução CVM 476³².

Tais ofertas não estão sujeitas às regras de registro previstas na Instrução CVM 400, ficando automaticamente dispensadas do registro de distribuição de que trata o *caput* do artigo 19 da Lei nº 6.385, devendo a instituição intermediária da oferta apenas informar o seu encerramento à CVM no prazo de 5 (cinco) dias³³. Esta dispensa proporciona maior agilidade e redução dos custos inerentes ao processo de distribuição dos valores mobiliários.

³⁰ BRASIL. Resolução CVM nº 30, de 11 de maio de 2021. Dispõe sobre o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente e revoga a Instrução CVM nº 539, de 13 de novembro de 2013. Diário Oficial da União, Brasília, 12 de mai. 2021. Marcelo Barbosa, Presidente. Artigo 11 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 R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor profissional mediante termo próprio, de acordo com o Anexo A; V – fundos de investimento; VI – clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por administrador de carteira de valores mobiliários autorizado pela CVM; VII – agentes autônomos de investimento, administradores de carteira de valores mobiliários, analistas de valores mobiliários e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios; e VIII – investidores não residentes.

³¹ BRASIL. Resolução CVM nº 30, de 11 de maio de 2021. Artigo 12. São considerados investidores qualificados: I – investidores profissionais; II – pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, de acordo com o Anexo B; III – as 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 de valores mobiliários, analistas de valores mobiliários e consultores de valores mobiliários, em relação a seus recursos próprios; e IV – clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por um ou mais cotistas, que sejam investidores qualificados.

³² BRASIL. Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009. Artigo 13. Os valores mobiliários ofertados de acordo com esta Instrução somente podem ser negociados nos mercados regulamentados de valores mobiliários depois de decorridos 90 (noventa) dias de cada subscrição ou aquisição pelos investidores, salvo nas hipóteses: I – de negociações com ações, bônus de subscrição, certificados de depósito de ações e certificados de depósito de valores mobiliários lastreados em ações, no âmbito de programa de BDR Patrocinado Nível I, Nível II e Nível III; e II – do lote objeto de garantia firme de colocação pelos coordenadores indicados no momento da subscrição, nas ofertas públicas dos valores mobiliários descritos nos incisos I, III, V e VI do §1º do Artigo 1º, observados, na negociação subsequente, os limites e condições previstos nos arts. 2º e 3º desta instrução. Parágrafo único. Na hipótese prevista no inciso II do caput: I – o adquirente deve observar a restrição de negociação prevista no caput, contada a partir do exercício da garantia firme pelo intermediário líder; II – o intermediário líder é responsável pela verificação do cumprimento das regras previstas nos Artigo 2º e 3º desta instrução; e III – a negociação deve se dar nas mesmas condições da oferta, podendo o valor de transferência ser atualizado em razão da variação do preço do ativo na curva.

³³ Artigo 8º da Instrução CVM 476.

Neste sentido, cumpre observar que a oferta restrita, em razão da dispensa de registro na CVM e do público-alvo da oferta, os investidores profissionais, considerados investidores com experiência o suficiente para avaliar os riscos e formar a sua decisão de investimento, não é obrigatória a elaboração do Prospecto.

Em razão dessa dispensa, a CVM exige uma declaração por escrito dos investidores que pretendam adquirir ou subscrever títulos e valores mobiliários objetos de tais ofertas, atestando sua ciência de que a oferta não foi registrada na CVM e de que os títulos e valores mobiliários ofertados estão sujeitos a determinadas restrições de negociação previstas na Instrução CVM 476³⁴.

Outra característica relevante das ofertas realizadas sob a égide da Instrução CVM 476 reside no fato de que não apenas sociedades anônimas com registro de capital aberto perante a CVM, mas também sociedades limitadas e cooperativas podem utilizar-se da sistemática das ofertas públicas com esforços restritos para colocarem títulos de sua emissão no mercado.

De todo modo, seja qual for o tipo de sociedade emissora de referida espécie de valores mobiliários, o artigo 17 da Instrução CVM 476 estipula uma série de obrigações que devem ser observadas pelo emissor, dentre as quais podemos citar a necessidade de preparar demonstrações financeiras de encerramento de exercício e, se for o caso, demonstrações consolidadas, em conformidade com a Lei nº 6.404, e com as regras emitidas pela CVM; e submeter suas demonstrações financeiras a auditoria, por auditor registrado na CVM.

Ainda de acordo com a Instrução CVM 476, o ofertante não poderá fazer, dentro de um período de 4 (quatro) meses, outra oferta restrita de valores mobiliários de mesma espécie e emissor, sem que esta se submeta ao registro perante a CVM. Importante exceção a esta regra são as ofertas de certificados de recebíveis imobiliários ou certificados de recebíveis do agronegócio de uma mesma companhia securitizadora lastreados em créditos segregados em diferentes patrimônios por meio de regime fiduciário.

Por fim, importa mencionar acerca das ofertas públicas de valores mobiliários, que o artigo 48 da Instrução CVM 400 impõe normas de conduta que devem ser observadas pelos emissores, pelo ofertante e pelas Instituições Intermediárias, estas últimas desde a contratação, envolvidas em oferta pública de distribuição, decidida ou projetada, e as pessoas que com estes estejam trabalhando ou os assessorando de qualquer forma. Dentre as normas de conduta impostas merece destaque aquela relativa ao período de silêncio, disposta no inciso I do artigo 48 da Instrução CVM 400, a qual impõe a limitação, até que a oferta pública seja divulgada

³⁴ Artigo 7º da Instrução CVM 476.

ao mercado, de (i) revelação de informações relativas à oferta ao que for necessário para os objetivos da oferta, advertindo os destinatários sobre o caráter reservado da informação transmitida e (ii) utilização da informação reservada estritamente aos fins relacionados com a preparação da oferta. O inciso IV do mesmo artigo impõe, ainda, a abstenção de manifestação na mídia sobre a oferta ou o ofertante até a divulgação do Anúncio de Encerramento de Distribuição nos 60 (sessentas) dias que antecedem o protocolo do pedido de registro da oferta ou desde a data em que a oferta foi decidida ou projetada, o que ocorrer por último. Esta vedação, entretanto, não se aplica às informações habitualmente divulgadas no curso normal das atividades da emissora.

O artigo 12 da Instrução CVM 476 determina que as normas de conduta previstas no artigo 48 da Instrução CVM 400 se aplicam às ofertas públicas distribuídas com esforços restritos, com exceção do inciso III. Assim, observamos que são impostas normas de conduta cogentes a qualquer espécie de oferta pública de valor mobiliário, as quais devem ser observadas, sob pena de infração grave, nos termos do artigo 59, inciso VII da Instrução CVM 400³⁵.

³⁵ Art. 59. Considera-se infração grave, para os efeitos do § 3º do Art. 11 da Lei nº 6.385, de 1976, sem prejuízo da multa de que trata o § 1º do mesmo artigo, a distribuição: VII – em que não se observe as normas de conduta estabelecidas nos arts. 48, I, II e V, e 49.

4. RESOLUÇÃO CVM 160: O NOVO REGIME DE OFERTAS PÚBLICAS DE VALORES MOBILIÁRIOS NO BRASIL.

Em 13 de julho de 2022 foi editada pela CVM a Resolução CVM 160, com base na Audiência Pública SDM nº 02/21, responsável por unificar a regulamentação brasileira de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários no Brasil e revogará as, atualmente em vigor, (i) Instrução CVM 400, que dispõe sobre ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários; (ii) Instrução CVM 471, que estabelece a análise prévia por entidade autorreguladora conveniada à CVM de ofertas públicas sujeitas a registro na CVM; e (iii) Instrução CVM 476, que dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários com esforços restritos, isentas de registro na CVM.

De início, cumpre pontuar que as ofertas em curso na data de entrada em vigor da Resolução CVM 160 serão regidas, inclusive no que tange às restrições à negociação em mercado secundário dos valores mobiliários ofertados, pelas normas vigentes (i) na data do protocolo do requerimento de registro; ou (ii) na data em que informado o início da oferta, no caso de ofertas isentas de registro³⁶.

Uma mudança impactante trazida pela Resolução CVM 160 reside no fato de que as Ofertas Públicas passam a não ser mais segregadas entre ofertas registradas e dispensadas de registro, sendo todas sujeitas a registro, uma vez caracterizadas como públicas, nos termos do artigo 4º da Resolução CVM 160³⁷.

Há, contudo, uma segregação entre os ritos de registro, que passam a ser divididos em 3 (três) tipos: (i) registro ordinário; (ii) registro automático com análise via convênio; e (iii) registro automático, sendo diferenciados de acordo com a natureza do emissor, o tipo de valor mobiliário ofertado e o público destinatário da Oferta, com consequências sobre os documentos obrigatórios a serem apresentados e os prazos para revenda de valores mobiliários a público-alvo mais amplo que o originalmente indicado na Oferta.

O novo rito de (i) registro ordinário de distribuição de valores mobiliários segue substancialmente os mesmos prazos e processos de análise das ofertas registradas sob a Instrução CVM 400, e deve ser obrigatoriamente seguido nos casos de oferta pública:

³⁶ Artigo 100 da Resolução CVM 160.

³⁷Artigo 4º Toda oferta pública de distribuição de valores mobiliários, cujos destinatários sejam investidores residentes, domiciliados ou constituídos no Brasil, deve ser submetida previamente a registro ou objeto de dispensa junto à CVM nos termos desta Resolução, observado o disposto no parágrafo único do Artigo 1º e no Artigo 43.

- (a) inicial de distribuição de ações, bônus de subscrição, debêntures conversíveis ou permutáveis em ações e de certificados de depósito sobre estes valores mobiliários;
- (b) subsequente de distribuição de ações, bônus de subscrição, debêntures conversíveis ou permutáveis em ações e de certificados de depósito sobre estes valores mobiliários, em que exista obrigação de elaboração de estudo de viabilidade econômico-financeira e/ou que seja destinada ao público investidor em geral;
- (c) de distribuição de debêntures ou de outros tipos de valores mobiliários representativos de dívida de emissor registrado nas Categorias A e B destinada ao público investidor em geral;
- (d) inicial ou subsequente de distribuição de cotas de fundos de investimento fechados destinada ao público investidor em geral;
- (e) de distribuição de títulos de securitização emitidos por companhia securitizadora registrada na CVM destinada ao público investidor em geral; e
- (f) de distribuição de quaisquer outros valores mobiliários e/ou não abarcadas pelas prerrogativas de rito automático.

O registro ordinário de distribuição de valores mobiliários trouxe alterações relevantes no que tange aos prazos para registro das ofertas. Diferentemente do prazo de 20 (vinte) dias úteis, contados do protocolo, para a CVM se manifestar sobre o pedido de registro, disposto no artigo 8º da Resolução CVM 400, foi instituído novo prazo de 10 (dez) dias contados do protocolo inicial para a CVM informar sobre a suficiência dos documentos protocolados, indicando eventuais informações e documentos faltantes. Somente a partir do protocolo complementar de documentos e informações é que os prazos de análise, envio de exigências e cumprimentos passarão a fluir, sendo que para a complementação da documentação necessária à instrução do pedido de registro, é concedido o prazo de 10 (dez) dias úteis³⁸.

Além da alteração supracitada, o prazo para atendimento de exigências formuladas pela CVM em sede de vícios sanáveis, passou de 10 (dez) dias úteis para 5 (cinco) dias úteis contados do recebimento do ofício. Por fim, foi estabelecido novo prazo para concessão de registro de ofertas representativas de dívidas, como as debêntures, e de títulos de securitização, no que se refere aos vícios sanáveis, que passou de 10 (dez) dias úteis para 3 (três) dias úteis, contados do protocolo.

Os demais ritos relativos ao registro ordinário das ofertas, de modo geral, permanecem semelhantes aos originalmente previstos pela Instrução CVM 400.

³⁸ Artigo 37 da Resolução CVM 160.

O novo rito de (ii) registro automático com análise via convênio de distribuição de valores mobiliários, previsto no artigo 26 da Resolução CVM 160, pode ser utilizado nos casos em que o requerimento de registro for previamente analisado por entidade autorreguladora autorizada pela CVM nos termos do convênio e estará disponível para as seguintes ofertas públicas:

- (a) inicial de distribuição de ações, bônus de subscrição, debêntures conversíveis ou permutáveis em ações, de certificados de depósito sobre estes valores mobiliários de emissores registrados em fase operacional, quando destinado ao público investidor em geral, estando sujeita a apresentação do Prospecto preliminar e da lâmina da oferta;
- (b) subsequente de distribuição de ações, bônus de subscrição, debêntures conversíveis ou permutáveis em ações e de certificados de depósito sobre estes valores mobiliários de emissores em fase operacional (“Subsequente de Ações”) quando destinadas ao público investidor em geral;
- (c) de distribuição de debêntures não-conversíveis ou não-permutáveis em ações, ou de outros tipos de valores mobiliários representativos de dívida de emissor em fase operacional registrado nas Categorias A e B (“Debêntures Simples”) destinadas exclusivamente ao público em geral;
- (d) inicial de distribuição de cotas de fundo de investimento fechado não exclusivo (“Cotas de Fundo Fechado”) destinadas exclusivamente ao público investidor em geral; e
- (e) de distribuição de títulos de securitização emitidos por companhias securitizadoras registradas na CVM (“Títulos de Securitização”) destinadas exclusivamente ao público em geral.

Como podemos observar pelo rol acima descrito, houve a ampliação das possibilidades de uso dos convênios, anteriormente previstas no artigo 1º, §1º da Instrução CVM 471³⁹, as quais eram segregadas não pelo tipo de valor mobiliário ofertado e sim pelo tipo de emissor. A Resolução CVM 160, neste sentido, incluiu tipos de ofertas que não estavam previstas anteriormente.

Semelhante ao que a Instrução CVM 471 já previa no Procedimento Simplificado, o novo rito de registro automático, contudo, não contará com uma análise da CVM após a

³⁹ Art. 1º Esta Instrução regula o procedimento simplificado de registro de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários e os convênios a serem celebrados com as entidades auto-reguladoras para permitir que conduzam as análises prévias relativas ao procedimento simplificado. § 1º Poderão ser objeto do procedimento simplificado as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários cujos emissores sejam: I – companhias abertas; II – fundos de investimento; ou III – companhias estrangeiras ou assemelhadas que sejam patrocinadoras de programas de certificado de depósito de valores mobiliários - BDR.

análise prévia a ser realizada pela entidade autorreguladora. A documentação que será exigida, bem como os prazos de análise e outros procedimentos, ainda serão divulgados ao mercado quando os convênios forem estabelecidos (ou, no caso da ANBIMA, reformados) para adaptar à nova Resolução CVM 160.

Os demais ritos relativos ao registro automático com análise via convênio das ofertas, de modo geral, permanecem semelhantes aos originalmente previstos pela Instrução CVM 471.

O novo rito de (iii) registro automático de distribuição de valores mobiliários, sucessor da oferta pública com esforços restritos prevista na Instrução CVM 476, não dependerá de análise prévia pela CVM, podendo o lançamento da oferta ao mercado ser realizado na mesma data do requerimento de registro. Neste caso, o procedimento de registro consiste apenas no protocolo dos documentos obrigatórios e do requerimento do registro da oferta. O registro automático estará disponível para ofertas públicas:

- (a) Subsequente de Ações, desde que destinadas exclusivamente a investidores profissionais ou a investidores qualificados, neste último caso sujeita à apresentação do Prospecto preliminar e da lâmina da oferta;
- (b) subsequente de distribuição de ações, bônus de subscrição, debêntures conversíveis ou permutáveis em ações e de certificados de depósito sobre estes valores mobiliários de EGEM, desde que destinadas exclusivamente a investidores profissionais ou a investidores qualificados, neste último caso sujeita à apresentação do Prospecto preliminar e da lâmina da oferta;
- (c) de distribuição de debêntures não-conversíveis ou não-permutáveis em ações, ou de outros tipos de valores mobiliários representativos de dívida de EFRF, desde que destinadas exclusivamente a investidores profissionais, observado o disposto no inciso I do art. 86 da Resolução CVM 160⁴⁰ ou ao público investidor em geral, neste último caso sujeita à apresentação do Prospecto preliminar e da lâmina da oferta;
- (d) de distribuição de Debêntures Simples, desde que destinadas exclusivamente a investidores profissionais, observado o disposto no inciso II do art. 86 da Resolução CVM

⁴⁰ BRASIL. Resolução CVM nº 160, de 13 de julho de 2022. Art. 86. A negociação dos ativos em mercados regulamentados quando adquiridos nas ofertas registradas nos termos dos incisos do caput do art. 26 desta Resolução obedece às seguintes restrições: I – nas ofertas destinadas exclusivamente a investidores profissionais elencada no inciso IV, alínea "a", do caput do art. 26 (debêntures simples de emissor frequente de dívida), a revenda somente pode ser destinada: a) a investidores qualificados após decorridos 3 (três) meses da data de encerramento da oferta; e b) ao público investidor em geral após decorridos 6 (seis) meses da data de encerramento da oferta.

160⁴¹ ou a investidores qualificados, observado o disposto no inciso III do art. 86⁴² ou ao público investidor em geral, desde que se tratar de títulos com características idênticas, exceto pela taxa de remuneração, inclusive com o mesmo vencimento, aos distribuídos em oferta pública anterior destinada público investidor em geral (reabertura de séries) (“Títulos com Características Idênticas”) ou se tratar de título padronizado, de acordo com modelo definido por entidade autorreguladora e que seja previamente aprovado pela CVM ;

(e) inicial de distribuição de Cotas de Fundo Fechado, desde que destinadas exclusivamente a investidores profissionais, observado o disposto no inciso II do artigo 86 ou exclusivamente a investidores qualificados, observado o disposto no inciso III do artigo 86;

(f) subsequente de distribuição de cotas de fundo de investimento fechado destinadas ao público investidor em geral, excetuados os casos de mudanças na política de investimento do fundo ou de ampliação de seu público-alvo desde a realização da última oferta pública de distribuição de cotas registrada;

(g) de distribuição de Títulos de Securitização desde que destinadas exclusivamente a investidores profissionais, observado o disposto no inciso II do artigo 86, a investidores qualificados, observado o disposto no inciso III do artigo 86 ou ao público investidor em geral quando se tratar de Títulos com Características Idênticas ou o devedor do lastro for único e se enquadrar como EFRF ou EGEM;

(h) de debêntures não conversíveis emitidas por sociedade de propósito específico, constituída sob a forma de sociedade por ações, relacionadas à captação de recursos com vistas a implementar projetos de investimento na área de infraestrutura, ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação, considerados como prioritários na forma regulamentada pelo Poder Executivo Federal, de acordo com os requisitos da lei que trata de incentivos tributários a tais títulos, destinadas exclusivamente a investidores qualificados;

(i) de valores mobiliários representativos de dívida quando o emissor não for registrado na CVM, as quais só podem ser destinadas a investidores profissionais;

(j) de distribuição de certificados de depósito de valores mobiliários no âmbito de programa de BDR Patrocinado Nível I e Nível II; e subsequente de distribuição de certificados

⁴¹ Art. 86.: II – nas ofertas destinadas exclusivamente a investidores profissionais elencadas nos incisos V, alínea "a" (debêntures simples), VI, alínea "a" (cotas de fundos fechados), e VIII, alínea "a" (títulos de securitização), do caput do art. 26, a revenda somente pode ser destinada: a) a investidores qualificados após decorridos 6 (seis) meses da data de encerramento da oferta; e b) ao público investidor em geral após decorrido 1 (um) ano da data de encerramento da oferta.

⁴² Art. 86: III – nas ofertas destinadas exclusivamente a investidores qualificados elencadas nos incisos V, alínea "b" (debêntures simples), VI, alínea “b” (cotas de fundos fechados), VIII, alínea “b” (títulos de securitização), do caput do art. 26, a revenda somente pode ser destinada ao público investidor em geral após decorridos 6 (seis) meses da data de encerramento da oferta.

de depósito de valores mobiliários no âmbito de programa de BDR Patrocinado Nível III, exclusivamente nos casos de programa BDR Nível III em que houve oferta inicial por rito de registro ordinário;

(k) destinadas inclusive ao público investidor em geral para colocação em bolsa de valores de ações oriundas de distribuição primária decorrente de aumento de capital privado, em volume superior a 5% (cinco por cento) da emissão e inferior a 1/3 (um terço) das ações em circulação no mercado, considerando as novas ações ofertadas para o cálculo das ações em circulação, desde que os valores mobiliários já estejam admitidos à negociação em mercado organizado; e

(l) de distribuição de valores mobiliários representativos de dívida destinada exclusivamente a credores de emissor em recuperação judicial ou extrajudicial, nos termos de plano de recuperação judicial ou extrajudicial homologado em juízo, observado o disposto no inciso VI do art. 86⁴³.

Como podemos observar por meio do rol acima descrito, o novo rito de registro automático da Resolução CVM 160 amplia o rol do público-alvo destinatário da oferta, passando a ser possível a subscrição no mercado primário por investidores qualificados, diferentemente das ofertas públicas com esforços restritos distribuídas sob a Instrução CVM 476, que somente poderiam ser destinadas, no mercado primário, a investidores profissionais e posteriormente negociadas entre investidores qualificados.

A Resolução CVM 160 extinguiu o limite de procura de investidores previsto na Instrução CVM 476. Antes apenas podia haver a procura de até 75 (setenta e cinco) investidores profissionais, dos quais apenas 50 (cinquenta) poderiam efetuar o investimento. A Resolução CVM 160 suprimiu estes limites em relação a qualquer oferta sujeita ao registro automático, ampliando o alcance destas ofertas no mercado primário.

De todo modo, o artigo 6º da Resolução CVM 160 ainda permite, antes do protocolo do requerimento de registro da oferta pública, a consulta sigilosa a potenciais investidores profissionais para apurar a viabilidade ou o interesse em uma eventual oferta pública de distribuição. Esta consulta pode ser realizada pelos ofertantes, por instituições intermediárias agindo em nome do ofertante ou até o momento do protocolo, por pessoas contratadas pelos

⁴³ Art. 86: VI – nas ofertas elencadas no inciso XIV do caput do art. 26 (emissores em plano de recuperação): a) tratando-se de emissor registrado a revenda somente pode ser destinada: 1. a investidores qualificados após decorridos 6 (seis) meses da data de encerramento da oferta; e 2. ao público investidor em geral após decorrido 1 (um) ano da data de encerramento da oferta; e b) tratando-se de emissor não registrado, a revenda somente pode ser destinada a investidores profissionais, sendo requerido adicionalmente que o emissor cumpra as obrigações previstas no art. 89.

ofertantes e que com estes estejam trabalhando ou os assessorando para a realização da consulta. A lista com a identificação das pessoas consultadas, a data e a hora em que foram consultadas e as apresentações e materiais utilizados devem ser mantidos à disposição da CVM. Em todo caso, esta consulta não vincula as partes.

Além disso, a Resolução CVM 160 extinguiu o período de restrição de negociações dos valores mobiliários, até então previsto na Instrução CVM 476, pelo período de 90 (noventa) dias a contar de cada subscrição ou aquisição pelos investidores. Esta inovação amplia a possibilidade de negociação das ofertas no mercado secundário e as torna mais atrativas aos potenciais investidores, que antes se viam obrigados a manter seu investimento por 90 (noventa) dias seguidos da aquisição do valor mobiliário em questão.

Outra inovação trazida pela Resolução CVM 160 foi o fim da vedação de realização de nova oferta pública, da mesma espécie de valores mobiliários do mesmo emissor, pelo período de 4 (quatro) meses contados a partir do encerramento ou do cancelamento da oferta. Esta mudança facilita o acesso ao mercado de capitais por empresas que desejam emitir valores mobiliários, auxiliando a promoção de uma democratização ao acesso a capital.

No que concerne à possibilidade de a CVM dispensar o registro ou alguns dos seus requisitos, mediante requerimento do ofertante e da instituição intermediária, a Resolução CVM 160 alterou o momento em que este pedido deve ser feito, antes analisados concomitante ao procedimento de registro, com a Resolução CVM 160 deverá ser necessariamente submetido à CVM previamente ao pedido de registro da oferta.

Com relação aos principais impactos nos documentos da oferta, a Resolução CVM 160 promoveu alterações substanciais no Prospecto e instituiu um novo documento até então inexistente: a lâmina da oferta, documento complementar ao Prospecto e não obrigatório nas ofertas em que a elaboração do Prospecto é dispensada.

A Resolução CVM 160 buscou promover uma padronização dos Prospectos de ofertas públicas, com modelos pré-definidos do que deve ser o conteúdo mínimo e obrigatório a ser apresentado aos investidores, dependendo das características do emissor, da operação, do tipo de valor mobiliário e do público-alvo, devendo conter as informações discriminadas nos Anexos A, B, C, D e E da Resolução CVM 160, nos termos do artigo 17, §1º da Resolução CVM 160⁴⁴.

⁴⁴ Art. 17. O prospecto deve, de maneira que não omita informações relevantes, nem contenha informações imprecisas ou que possam induzir a erro, conter os dados e informações sobre: § 1º O conteúdo mínimo do prospecto depende das características do emissor, da operação, do tipo de valor mobiliário e do público-alvo, devendo conter as informações discriminadas nos Anexos desta Resolução conforme segue: I – Anexo A: para oferta pública inicial ou subsequente de distribuição de ações, bônus de subscrição e de certificados de depósito

Neste sentido, o Prospecto deve apresentar uma descrição adequada de como cada fator de risco pode afetar o emissor, o valor mobiliário, e o terceiro garantidor, sendo que a materialidade deverá ser expressa em uma escala qualitativa de risco (menor, médio e maior). Os fatores de risco devem ser dispostos de maneira que o fator de maior materialidade seja apresentado em primeiro lugar, seguido pelos demais em ordem decrescente.

A elaboração do Prospecto será dispensada pela CVM nas (a) ofertas destinadas exclusivamente a investidores profissionais (exceto ofertas de ações, bônus de subscrição, debêntures conversíveis ou permutáveis em ações e de certificados de depósito sobre esses valores mobiliários); (b) de Cotas de Fundo Fechado destinadas exclusivamente a investidores qualificados; e (c) ofertas que cumulativamente: sejam destinadas exclusivamente a credores de emissores em recuperação judicial ou extrajudicial, nos termos de plano de recuperação judicial ou extrajudicial homologado em juízo; e não tenham por objeto ações ou certificados de depósito de ações.

Nas ofertas sem a divulgação de um Prospecto o investidor deve ser informado de que foi dispensada divulgação de um prospecto para a realização da oferta, a CVM não realizou análise dos documentos da oferta nem de seus termos e condições e pode haver restrições que se aplicam à revenda dos valores mobiliários, conforme dispostas na Resolução CVM 160, descrevendo quais são estas, quando aplicáveis

Já a lâmina da oferta deverá ser elaborada pelo ofertante em conjunto com o coordenador líder em adição ao prospecto e de forma consistente com ele, servindo para sintetizar o seu conteúdo e apresentar as características essenciais da oferta, a natureza e os riscos associados ao emissor, às garantias, e aos valores mobiliários, devendo estabelecer os termos e condições gerais da oferta, ser precisa, balanceada com relação às informações positivas e negativas, de fácil leitura e escrita em linguagem simples, não induzindo o investidor ao erro e deve listar os 5 (cinco) principais fatores de risco, em ordem decrescente de materialidade, com base na probabilidade de ocorrência e na magnitude do impacto negativo, caso concretizado.

No tocante às normas de conduta, a Resolução CVM 160 trouxe mudanças importantes com relação ao período de silêncio, o qual passa a ter início na data mais antiga

sobre estes valores mobiliários; II – Anexo B: para oferta pública de distribuição de debêntures ou de outros tipos de valores mobiliários representativos de dívida, inclusive conversíveis ou permutáveis em ações de emissor registrado nas Categorias A e B não contemplados no inciso V deste § 1º; III – Anexo C: para oferta pública inicial ou subsequente de distribuição de cotas de fundos de investimento fechados, exceto os fundos de investimento em direitos creditórios – FIDC; IV – Anexo D: para oferta pública de distribuição de cotas de fundos de investimento em direitos creditórios – FIDC; e V – Anexo E: para oferta pública de distribuição de valores mobiliários representativos de operações de securitização emitidos por companhia securitizadora.

entre (a) ato societário que delibera sobre a oferta ou, no caso de oferta exclusivamente secundária em que não haja tal ato societário, o momento do engajamento ou contratação do coordenador líder; e (b) o 30 (trigésimo) dia que antecede o protocolo do pedido de registro da oferta à CVM ou à entidade autorreguladora autorizada pela CVM.

Além disso, comunicações que deem ampla publicidade à oferta passam a ser permitidas a partir do início do período de oferta a mercado, marcado pela divulgação do prospecto preliminar, incluindo entrevistas na mídia, as quais, sob a égide da Instrução CVM 400, eram completamente vedadas.

As comunicações permitidas durante o período de silêncio devem ser consistentes com o prospecto e outras informações periódicas do emissor, usar linguagem serena e moderada e observar os princípios de equidade, transparência e equidade de acesso à informação.

5. CONCLUSÃO

A Resolução CVM 160 instituiu importantes alterações no Atual Regime de Ofertas Públicas e consolidou em apenas um normativo as principais regras relacionadas às ofertas públicas de valores mobiliários, antes segregadas em três instruções da CVM.

O processo de revisão do Atual Regime de Ofertas Públicas e elaboração da Resolução CVM 160 teve o impulso inicial com a edição do Decreto nº 10.139 e a necessidade de revisão e consolidação dos normativos inferiores a decreto editados por órgãos e entidades da administração pública, visando a uma padronização em âmbito nacional da nomenclatura das normas.

Entretanto, a CVM aproveitou a oportunidade para promover a modernização, harmonização e consolidação do arcabouço regulatório hoje formado por várias normas e orientações esparsas já emanadas pela CVM, conferindo maior legitimidade e segurança jurídica aos operadores do direito e participantes de mercado, na medida em que a norma passará a consolidar e regular praticamente todos os ritos e princípios ligados às ofertas públicas de valores mobiliários no Brasil.

Com a entrada em vigor da Resolução CVM 160 o regime criado pretende conferir aos ofertantes e intermediários maior agilidade e impor menores custos de observância regulatória, atendendo, simultaneamente, aos anseios dos investidores facilitando e padronizando o acesso a informações necessárias para formação de suas decisões.

O rito ordinário instituído pela Resolução CVM 160 substituirá o Procedimento Ordinário instituído pela Instrução CVM 400 e, conforme exposto acima, diminuirá alguns dos prazos relativos ao rito de registro das ofertas, como é o caso do (a) novo prazo de 10 (dez) dias contados do protocolo inicial para a CVM informar sobre a suficiência dos documentos protocolados; e (b) do novo prazo de 5 (cinco) dias úteis para atendimento de exigências formuladas pela CVM em sede de vícios sanáveis. A exiguidade dos prazos supracitados confere dinamicidade ao mercado de valores mobiliários, conferindo maior agilidade ao processo.

O rito automático com análise via convênio instituído pela Resolução CVM 160 substituirá o Procedimento Simplificado instituído pela Instrução CVM 471. As maiores inovações foram a ampliação das possibilidades de uso dos convênios, incluindo novos tipos de ofertas e a desnecessidade de análise da CVM após a análise prévia realizada pela entidade autorreguladora. Essas alterações possibilitam que os participantes de mercado passem a cogitar e utilizar mais esta modalidade de registro, o que confere maior poder e participação

de mercado às entidades autorreguladoras, anteriormente concentrado na CVM. Além disso, a análise por apenas uma entidade traz celeridade ao procedimento e dinamicidade ao mercado de emissão de valores mobiliários.

O rito automático instituído pela Resolução CVM 160 substituirá a dispensa de registro das ofertas públicas de distribuição com esforços restritos instituído pela Instrução CVM 476. O rito automático trouxe profundas mudanças em relação à Instrução CVM 476. A possibilidade de distribuição de valores mobiliários representativos de dívida destinada exclusivamente a credores de emissor em recuperação judicial ou extrajudicial, a extinção do limite de procura de 75 (setenta e cinco) investidores e de subscrição por 50 (cinquenta) investidores profissionais, a extinção do período de restrição de negociações dos valores mobiliários por 90 (noventa) dias, e o fim da vedação de realização de nova oferta pública de valor mobiliário da mesma espécie do mesmo emissor, pelo período de 4 (quatro) meses.

Em todas as instancias, as alterações trazidas pelo rito automático buscam efetivar uma democratização ao acesso a capital, tanto a empresas que buscam a emissão de valores mobiliários como forma de captação de recursos, permitindo a restauração de sua situação de recuperação judicial, ou simplesmente o aumento de capital de giro, investimentos em procedimentos, melhorias internas ou expansão do negócio, como também aos investidores mediante a possibilidade de procura, pelas empresas, de maior quantidade investidores, ampliando seus horizontes de investimento, possibilitando retorno do capital investido, ante a nova possibilidade de negociação, a qualquer tempo, em mercado secundário de seus valores mobiliários adquiridos.

A padronização dos Prospectos, a nova sistemática de organização dos fatores de risco e a criação da lâmina da oferta facilitam o acesso a informações necessárias para formação das decisões de investimento dos investidores. Ante a necessidade de inclusão de uma grande quantidade de informações no Prospecto para que seja completo e espelhe todas as informações estabelecidas na Instrução CVM 400, o Prospecto acabou se tornando um documento demasiado longo e por vezes pouco didático. Neste sentido, a lâmina da oferta trará toda a praticidade e essencialidade de que os investidores necessitam, ampliando a possibilidade de sua participação no mercado e democratizando o acesso a capital.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BOLIVAR B. M. ROCHA, "**O Poder Normativo de Órgãos da Administração. O caso da Comissão de Valores Mobiliários**". Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, Revista dos Tribunais, n. 64, out./dez. 1986, pp. 47 e ss.

BRASIL. Constituição (1988). **Constituição da República Federativa do Brasil**. Brasília, 5 de outubro de 1988.

BRASIL. **Decreto nº 10.139, de 28 de novembro de 2019**. Dispõe sobre a revisão e a consolidação dos atos normativos inferiores a decreto. Diário Oficial da União, Brasília, 29 nov. 2019.

BRASIL. **Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003**. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução 13/80 e a Instrução 88/88. Diário Oficial da União, Brasília, 09 de jan. de 2004, retificada em 25 de fev. de 2004. Luiz Antônio de Sampaio Campos, Presidente.

BRASIL. **Instrução CVM nº 476 de 16 de janeiro de 2009**. Dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados. Diário Oficial da União, Brasília, 19 de jan. de 2009. Marcos Barbosa Pinto, Presidente.

BRASIL. **Instrução CVM nº 471, de 8 de agosto de 2008**. Dispõe sobre o procedimento simplificado para registro de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários. Diário Oficial da União, Brasília, 11 de ago. 2008. Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana, Presidente.

BRASIL. **Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976**. (Lei do Mercado de Capitais.) Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Diário Oficial da União, Brasília, 09 dez. 1976.

BRASIL. **Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações (Lei das Sociedades Anônimas). Diário Oficial da União, suplemento, Brasília, 17 dez. 1965. (suplemento).

BRASIL. **Lei nº 10.198, de 14 de fevereiro de 2001**. Dispõe sobre a regulação, fiscalização e supervisão dos mercados de títulos ou contratos de investimento coletivo, e dá outras providências. Diário Oficial da União, Brasília, 16 fev. 2001

BRASIL. **Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001**. Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Diário Oficial da União, Brasília, 1 nov. 2001.

BRASIL. **Resolução CVM nº 1, de 6 de agosto de 2020**. Estabelece a nomenclatura de atos a serem expedidos pela Comissão de Valores Mobiliários. Diário Oficial da União, Brasília, 07 de ago. 2020. Marcelo Barbosa, Presidente.

BRASIL. **Resolução CVM nº 2, de 6 de agosto de 2020.** Revoga atos normativos e outros atos sem caráter normativo, como parte do processo de revisão e a consolidação dos atos normativos, conforme disposto no Decreto nº 10.139, de 28 de novembro de 2019, e altera a Instrução CVM nº 607, de 17 de junho de 2019. Diário Oficial da União, Brasília, 07 de ago. 2020. Marcelo Barbosa, Presidente.

BRASIL. **Resolução CVM nº 30, de 11 de maio de 2021.** Dispõe sobre o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente e revoga a Instrução CVM nº 539, de 13 de novembro de 2013. Diário Oficial da União, Brasília, 12 de mai. 2021. Marcelo Barbosa, Presidente.

BRASIL. **Resolução CVM nº 80, de 29 de março de 2021.** Dispõe sobre o registro e a prestação de informações periódicas e eventuais dos emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Diário Oficial da União, Brasília, 30 de mar. de 2021.

BRASIL. **Resolução CVM nº 160 de 13 de julho de 2022.** Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição primária ou secundária de valores mobiliários e a negociação dos valores mobiliários ofertados nos mercados regulamentados, e revoga as Instruções CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, CVM nº 471, de 8 de agosto de 2008, CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009, CVM nº 530, de 22 de novembro de 2012, e as Deliberações CVM nº 476, de 25 de janeiro de 2005, CVM nº 533, de 29 de janeiro de 2008, CVM nº 809, de 19 de fevereiro de 2019, CVM nº 818, de 30 de abril de 2019 e CVM nº 850, de 7 de abril de 2020. Diário Oficial da União, Brasília, 14 de jul. de 2022. Marcelo Barbosa, Presidente.

CARVALHOSA, Modesto: **Tratado de Direito Empresarial, Volume VI, Mercado de Capitais**, São Paulo, Ed. set. 2016.

CARVALHOSA, MODESTO. **Oferta Pública de Aquisição de Ações.** Rio de Janeiro, IBMEC, 1979, p. 23.

CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura. (Coords.) **Comentários à Lei do Mercado de Capitais, Lei nº 6.385/76.** São Paulo: Quartier Latin, 2015.

CVM. **Exposição de Motivos nº 196,** de 24 de junho de 1976, da Lei 6.404 de 1976. Disponível em: http://sistemas.cvm.gov.br/port/atos/leis/6404_Exposicao.asp. Acesso em: 7 de set. de 2022.

Eizirik, Nelson; Gaal, Ariádina B.; Parente, Flávia; Henriques, Marcus De Freitas: **Mercado de Capitais – Regime Jurídico.** Rio de Janeiro, 3 Ed: Renovar, 2011.

OLIVEIRA, Juan. **Novas regras para ofertas públicas de valores mobiliários.** Migalhas, São Paulo, 06 de outubro de 2022, seção Migalhas de Peso. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/depeso/374788/novas-regras-para-ofertas-publicas-de-valores-mobiliarios>. Acesso em 11 de out. de 2022.