

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO**

**NÚCLEO DE MONOGRAFIA JURÍDICA**

**CURSO DE GRADUAÇÃO EM DIREITO**

**THOMAS ALMEIDA HANSFORD**

**O PAPEL DA CVM NA PROTEÇÃO DE INVESTIDORES EM SOCIEDADES  
ANÔNIMAS DE CAPITAL ABERTO**

**SÃO PAULO**

**2023**

**THOMAS ALMEIDA HANSFORD**

**O PAPEL DA CVM NA PROTEÇÃO DE INVESTIDORES EM SOCIEDADES  
ANÔNIMAS DE CAPITAL ABERTO**

Monografia apresentada à Faculdade de  
Direito da Pontifícia Universidade Católica  
como parte dos requisitos para conclusão  
do curso de graduação em 2023, sob a  
orientação do Professor Armando Rovai.

**São Paulo**

**2023**

**THOMAS ALMEIDA HANSFORD**

**O PAPEL DA CVM NA PROTEÇÃO DE INVESTIDORES EM SOCIEDADES  
ANÔNIMAS DE CAPITAL ABERTO**

Trabalho de conclusão de curso  
apresentado à Faculdade de Direito da  
Pontifícia Universidade Católica de São  
Paulo como requisito parcial para a  
obtenção o título de bacharel em direito,  
sob a orientação do Prof. Armando Rovai.

Aprovada em \_\_ / \_\_ / \_\_\_\_

**BANCA EXAMINADORA**

---

Prof. Armando Rovai

Pontifícia Universidade Católica De São Paulo

**São Paulo**

**2023**

## **AGRADECIMENTOS**

Gostaria de expressar meus sinceros agradecimentos a duas pessoas muito especiais que foram fundamentais em minha jornada acadêmica e no desenvolvimento deste trabalho de conclusão de curso.

Primeiramente, gostaria de agradecer à minha mãe, Nilce, por seu apoio incondicional ao longo de todos esses anos. Sua dedicação, amor e encorajamento foram a força motriz que me impulsionou a alcançar este momento. Sua presença constante, paciência e incentivo foram essenciais para superar os desafios e obstáculos que surgiram no caminho. Seu apoio incansável, compreensão e motivação foram fontes inesgotáveis de inspiração para mim. Não tenho palavras suficientes para expressar minha gratidão por todo o suporte emocional e apoio financeiro que você sempre me proporcionou. Este trabalho é dedicado a você, minha querida mãe, como um símbolo de profundo reconhecimento e amor.

Em segundo lugar, gostaria de agradecer ao meu irmão, Christian, por seu apoio constante ao longo de toda a minha jornada acadêmica em direito. Suas palavras de encorajamento, conselhos sábios e ombro amigo me deram forças para seguir em frente, mesmo nos momentos mais desafiadores. Sua presença em minha vida trouxe alegria, motivação e um senso de propósito. Agradeço por todas as conversas enriquecedoras, discussões acadêmicas e momentos compartilhados. Seu apoio incondicional e amor fraterno foram e continuarão sendo de valor inestimável para mim.

A ambos, minha mãe Nilce e meu irmão Christian, meu mais profundo agradecimento por fazerem parte da minha jornada na graduação em Direito. Vocês foram meu porto seguro, meu apoio inabalável e minha fonte constante de motivação. Este momento é compartilhado com vocês, pois sem o amor, suporte e encorajamento que recebi, eu não teria chegado até aqui.

## **RESUMO**

O presente trabalho tem como principal objetivo analisar, o papel que a Comissão de Valores Mobiliários ("CVM") exerce na regulação do mercado de capitais, em especial na garantia dos direitos de acionistas em companhias listadas na bolsa de valores. Um dos objetivos é demonstrar qual a competência e quais mecanismos a CVM tem à sua disposição para exercer uma de suas funções, demonstrando, por meio de exemplos práticos, como ocorre esse controle e proteção.

Palavras-chave: Comissão de Valores Mobiliários, Medidas Protetivas, Capital Aberto, Sociedade Anônima.

### **ABSTRACT**

The main goal of this work is to analyze the role that the Comissão de Valores Mobiliários ("CVM") plays in the regulation of the capital market, in guaranteeing the rights of shareholders in companies listed on the stock exchange. One of the objectives is to demonstrate what competence and what mechanisms the CVM has at its disposal to exercise one of its functions, demonstrating, through practical examples, how this control and protection occurs.

Keywords: Securities and Exchange Commission, Protective Measures, Open Capital, Public Limited Company.

## Sumário

INTRODUÇÃO.....	1
1. A LEI DO MERCADO DE CAPITAIS E A CRIAÇÃO DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS.....	3
1.1. O conceito de valores mobiliários no regime jurídico brasileiro.....	4
2. A FUNÇÃO NORMATIVA DA CVM.....	7
2.1. Os Instrumentos Normativos da CVM.....	8
2.2. A Audiência Pública SD 02/21 e a Edição da Resolução CVM 160.....	10
3. SOCIEDADE ANÔNIMA.....	12
3.1. Órgãos de Fiscalização e administração da Companhia.....	13
4. MODELO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL.....	15
4.1. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC.....	15
4.2. Códigos de Conduta.....	16
4.3. ISO 9001.....	17
5. DAS <i>POISON PILLS</i> .....	19
5.1. Objetivos.....	20
5.2. Mecanismos nacionais.....	21
5.3. Aquisição hostil.....	23
5.4. Modelos de defesa brasileiro.....	24
6. AS OFERTAS PÚBLICAS DE DISTRIBUIÇÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS NO BRASIL HOJE.....	27
6.1. Os sistemas de registro perante a Comissão de Valores Mobiliários.....	27
6.2. Os elementos caracterizadores das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, à luz da Instrução CVM 400.....	29
6.3. O registro das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários.....	30
6.4. Os elementos caracterizadores das ofertas públicas de distribuição com esforços restritos de valores mobiliários, à luz da Instrução CVM 476.....	34
7. O NOVO REGIME DE OFERTAS PÚBLICAS DE VALORES MOBILIÁRIOS NO BRASIL.....	37
CONCLUSÃO.....	41
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	44

## INTRODUÇÃO

O tema escolhido para o presente Trabalho de Conclusão de Curso se desenvolverá mediante análise doutrinária, das possíveis medidas defensivas que podem ser adotadas pela CVM na proteção de acionistas em companhias de capital aberto. Além disso, será exaltado o papel que a CVM representa no desenvolvimento e regulação do mercado de capitais, assim como seu advento com a Lei 6.385/76 e sua correlação com a Lei das S.A.

A Lei 6385/76 além de criar a CVM e outros órgãos governamentais, disciplina as suas competências e funções dentro do contexto do mercado e nas relações societárias, em especiais em companhias abertas. De acordo com o artigo 8º, inciso V, da mesma lei mencionada acima, é de sua competência “fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório”

Quanto à Lei das S.A, ela disciplina, além de outras matérias, como devem ser constituídas as S.A, os órgãos que as compõe, os sistemas de proteção dos acionistas minoritários, os contrabalanceamentos entre os órgãos societários e outras nuances importantes para a presente dissertação.

Se tratando de S.A abertas, a Lei 6404/76 é soberana. Portanto, é de suma importância essa dualidade entre um dos órgãos reguladores dos mercados e a Lei que rege as S.A. Essa lei baliza as relações societárias dentro das companhias abertas e fornece à CVM embasamento para a proteção de acionistas dessas empresas.

O tema apresentado mostra-se relevante pelo rápido crescimento do mercado de capitais no Brasil, em especial do número de investidores na Bolsa de Valores. Mais do que nunca é necessário um órgão que fiscalize e proteja os investidores nesse mercado embrionário, é uma missão de suma importância para o fomento do mercado. E com o aumento do tamanho do mercado, também crescem os riscos para os investidores, crescendo ainda mais a relevância da CVM no papel de reguladora dessas interações.

O método utilizado é o analítico. O estudo do instituto será feito a partir de estudos doutrinários, casos concretos disponíveis para acesso e atos normativos,



principalmente da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 e a Lei 6385 de 7 de dezembro de 1976.

O estudo efetuará exame conceitual da autarquia denominada CVM, por meio do uso de legislações e doutrinas, mas ao mesmo tempo de utilizando de exemplos práticos para compreender a sua atuação por completo. Além disso, será feito um exame das sociedades anônimas e das nuances de uma S.A de capital aberto, com o objetivo de demonstrar o que isso influencia nos direitos e garantias dos investidores e o papel da CVM em sua proteção. Essa análise será feita a partir da dogmática do direito e de exemplos concretos de como o direito positivado de fato ocorre em situação concretas.

## **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 6.385<sup>1</sup> ("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 a 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.

Com a edição da Medida Provisória nº 08, posteriormente convertida na Lei nº 10.411, de 26 de fevereiro de 2002, que deu origem à atual redação do artigo 5º

---

<sup>1</sup> 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.

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 1º da Lei nº 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 nº 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 diretamente, 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.

#### **1.1. O conceito de valores mobiliários no regime jurídico brasileiro**

A Lei nº 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 Conselho Monetário Nacional ("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 nº 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.

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 por conta do

dinamismo do mercado em criar instrumentos fora do rol previsto na referida legislação.

Assim, dada a necessidade de enquadrar novos ativos financeiros dentro ou não do escopo de valores mobiliários, foi editada a Medida Provisória nº 1.637/1998, posteriormente convertida na Lei nº 10.198, de 14 de fevereiro de 2001<sup>2</sup>, 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 2001<sup>3</sup> (“Lei nº 10.303”), que trouxe um conceito aberto de valor mobiliário ao alterar o inciso IX do artigo 2º da Lei nº 6.385<sup>4</sup>, substituindo a

<sup>2</sup> 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.

<sup>3</sup> 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.

<sup>4</sup> 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.

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 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 Carvalhosa<sup>5</sup>, 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.

---

<sup>5</sup> CARVALHOSA, Modesto. Tratado de Direito Empresarial, Volume VI, Mercado de Capitais, São Paulo: Revista dos Tribunais, p. 138, Ed. set. 2016.

## 2. 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 legislativos<sup>6</sup>. 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 1988<sup>7</sup> ("CRFB"), o qual outorgou ao Estado competência normativa enquanto regulador da atividade econômica devendo exercer 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.

---

<sup>6</sup> 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.

<sup>7</sup> BRASIL. Constituição (1988). Constituição da República Federativa do Brasil. Brasília, 5 de outubro de 1988.

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"*.

### **2.1. 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 2020<sup>8</sup>, 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 1976<sup>9</sup> ("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

---

<sup>8</sup> 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.

<sup>9</sup> 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).

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 2020<sup>10</sup>, 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 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

---

<sup>10</sup> 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.



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 6.385<sup>11</sup> facultar à CVM a realização de consultas públicas acerca de seus projetos de atos normativos, a CVM 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.

## **2.2. A Audiência Pública SD 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.

---

<sup>11</sup> 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.

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 02/21<sup>12</sup>, 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 análise<sup>13</sup> 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 a aprovação da 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.

<sup>12</sup> [https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/2021/sdm0221.html](https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2021/sdm0221.html) Acesso em 26 de março de 2023.

<sup>13</sup> Disponível em: [https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/anexos/2021/sdm0221\\_Relatorio.pdf](https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2021/sdm0221_Relatorio.pdf). Acesso em: 26 de março de 2023

### 3. SOCIEDADE ANÔNIMA

A sociedade anônima, também denominada como companhia, é a pessoa jurídica de direito privado que tem seu capital social fracionado em ações, sendo que a responsabilidade dos sócios ou acionistas não superará o valor das ações subscritas ou adquiridas<sup>14</sup>.

As sociedades anônimas, sejam elas de capital aberto ou fechado, tem seu embasamento jurídico e respaldo na Lei nº 6.404/1976 e nos artigos 1.0883 e 1.0894 do Código Civil<sup>15</sup>. Cabe ressaltar que a sociedade anônima será sempre uma sociedade empresária e seus atos constitutivos serão sempre registrados no Registro Público de Empresas Mercantis, a cargo na Junta Comercial competente.

Segundo Coelho, a sociedade anônima pode ser definida como:

A pessoa jurídica de direito privado, de natureza de modo eminente mercantil, onde o capital social é dividido em ações de valores iguais nominais, que podem ser livremente negociáveis, limitando-se a responsabilidade do sócio ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas e o titular da ação é chamado de acionista. Trata-se de uma sociedade tipicamente empresarial, não é permitida a sua constituição para fins não empresariais<sup>16</sup>.

A sociedade anônima implica uma responsabilidade limitada pela integralização dos preços de emissão das ações que os acionistas subscreverem ou (artigo 1º da Lei das S/A). Ocorrendo a integralização do capital social ou a compra de participação, o acionista é liberado de qualquer exigibilidade adicional, tanto da parte da sociedade como de seus credores.

Para ilustrar melhor esse conceito, Coelho afirma que:

A sociedade empresária com capital social dividido em ações, espécie de valor mobiliário, na qual os sócios, chamados acionistas, respondem pelas obrigações sociais até o limite do preço de emissão das ações que possuem. Originalmente, os acionistas podiam ser literalmente anônimos e coletar dividendos entregando cupons anexados aos certificados de ações. Os dividendos foram, portanto, pagos a quem detinha o certificado. Os certificados de ações poderiam ser transferidos de forma privada e, portanto, a administração da empresa não saberia necessariamente quem era o proprietário de suas ações<sup>17</sup>.

<sup>14</sup> LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Direito das Companhias. Rio de Janeiro: Forense, 2017. V. II, p. 21.

<sup>15</sup> BRASIL. Código Civil, Lei n.º 10.406, promulgada em 10 de janeiro de 2002. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/2002/l10406.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406.htm). Acesso em: 26 de março de 2023.

<sup>16</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. A sociedade limitada no novo código civil. São Paulo: Saraiva, 2003, p. 43.

<sup>17</sup> COELHO, Fábio Ulhoa - Curso de direito comercial, volume 1: direito de empresa / Fábio Ulhoa Coelho. — 16. ed. — São Paulo: Saraiva, 2012. 1. Direito comercial I. Título. CDU-347.7— Versão digital retirado LeLivros.Net, p. 87.

### 3.1. Órgãos de Fiscalização e administração da Companhia

A organização administrativa e fiscalizadora de uma sociedade anônima é definida na Lei das S.A. e em seu estatuto social. Sendo que os principais órgãos são assembleia geral, o conselho de administração, a diretoria e o conselho fiscal<sup>18</sup>.

Diretoria - desempenha um papel fundamental na administração de todas as companhias, sendo um órgão essencial para representação da sociedade perante terceiros e para a execução das atividades necessárias ao seu funcionamento regular<sup>19</sup>. Conforme disposto no artigo 144 da Lei nº 6.404/76, caso o estatuto social não disponha sobre o assunto e não haja deliberação do conselho de administração (conforme previsto no artigo 142, inciso II e parágrafo único), qualquer diretor terá competência para representar a companhia e praticar os atos necessários ao seu funcionamento regular.

No caso de a administração ser composta exclusivamente pela Diretoria, este órgão detém, por força da legislação, a responsabilidade de estabelecer a orientação geral dos negócios da companhia. Além disso, possui a prerrogativa de convocar a assembleia geral, nomear e destituir auditores independentes, e desempenhar todas as demais atividades de gestão relacionadas à exploração do objeto social da companhia, conforme expressamente previsto no estatuto.

Conselho de Administração é um órgão de deliberação colegiada responsável pelo processo decisório em relação à direção estratégica de uma organização<sup>20</sup>. Devido a essa função, é considerado um dos principais, senão o principal, componente do sistema de governança. O Conselho de Administração, de natureza deliberativa e fiscalizadora, conforme previsto no artigo 138, parágrafo 1º da legislação societária, desempenha o papel de conectar a propriedade e a gestão, orientando e supervisionando a relação entre esta última e as demais partes interessadas. O Conselho recebe seu poder diretamente dos acionistas da companhia, aos quais deve prestar contas. Nesse sentido, o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) estabelece diretrizes e orientações relevantes para o exercício dessa função.

<sup>18</sup> JUNQUEIRA, Thiago Villela. Notas sobre o regime da invalidade das deliberações assembleares, 2013. p. 2. Disponível em: <http://www.publicadireito.com.br/artigos/?cod=bd8dbca5cf9c8fb9>. Acesso em: 10 abr. 2021.

<sup>19</sup> EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume II – Arts. 121 a 188. São Paulo: Quartier Latin, 2011. P.304.

<sup>20</sup> LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Direito das Companhias. Rio de Janeiro: Forense, 2017. V. II, p. 747-748.

Conselho Fiscal - Tanto as companhias de capital aberto como as companhias fechadas são obrigadas a estabelecer um Conselho Fiscal, embora seu funcionamento seja opcional. No caso das companhias de capital aberto, é exigido um sistema de supervisão misto para fiscalização de suas contas, que consiste em um órgão social de fiscalização, o Conselho Fiscal, e uma fiscalização externa por meio de uma auditoria externa/independente. Ambos os mecanismos têm a mesma finalidade, mas atuam de maneiras diferentes<sup>21</sup>.

O Conselho Fiscal deve ser considerado como um órgão de controle independente em benefício dos acionistas, com o objetivo de agregar valor à organização. Ele representa o principal instrumento conferido por lei aos acionistas para fiscalizar a gestão da empresa. No desempenho de suas funções, o Conselho Fiscal tem autoridade para solicitar informações, examinar documentos e emitir opiniões sobre a legalidade e adequação contábil das ações da administração. O Conselho Fiscal possui todos os meios necessários para exercer sua competência de natureza fiscalizadora.

Assembleia Geral - desempenha um papel crucial ao unificar as vontades dos acionistas da companhia e expressar a decisão da maioria<sup>22</sup>. Esse processo é conduzido por meio de uma troca organizada de opiniões, informações e observações realizadas pelos membros presentes. Essa deliberação em uma assembleia corporativa representa a manifestação dos acionistas, e o procedimento envolvido é baseado em princípios legais e/ou contratuais que permitem que os acionistas discutam suas perspectivas, desejos e interesses relacionados à empresa. Dessa forma, seguindo um processo estruturado, os acionistas têm a oportunidade de alcançar um consenso e chegar a uma vontade social coletiva<sup>23</sup>.

---

<sup>21</sup> LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. A Instalação e a Constituição do Conselho Fiscal In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti Julio. Processo Societário II. São Paulo: Quartier Latin, 2015. P. 623.

<sup>22</sup> CAMARGO, André Antunes Soares de. A Assembleia Geral: Melhor Forma de Solução de Conflitos Societários? In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti Julio. Processo Societário II. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 56.

<sup>23</sup> Ibidem, p. 53.

#### **4. MODELO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL**

A governança corporativa no Brasil começa a se desenvolver quando as empresas passam a possuir comprometimento com a necessidade de muita transparência nos negócios. O controle das empresas não é fragmentado, e é comum a figura do acionista controlador, que muitas vezes é o executivo principal.

Esse fato pode ser evidenciado por alguns elementos, tais como: às empresas que se enquadram em determinados critérios de boa governança corporativa é concedido um tipo de financiamento especial pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), obtendo subsídio nos juros; outro elemento é a Resolução do CMN (Conselho Monetário Nacional) nº 2.829, de 29 de março de 2001, que estabelece níveis de boa governança corporativa para empresas listadas na Bolsa de Valores no que se refere à aplicação das reservas dos fundos de pensão, nos casos em que isso for aplicável.

##### **4.1. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC**

Fundado em 27 de novembro de 1995, em São Paulo, sendo uma organização sem fins lucrativos que possui referência nacional e internacional em temas relacionados à governança corporativa<sup>24</sup>.

Como principal parâmetro brasileiro das melhores práticas de governança corporativa, desenvolve capacitação e treinamentos aprofundados sobre práticas de governança corporativa para empresas de diversos portes, segmentos e mercados, auxiliando na melhoria da qualidade da gestão dessas organizações, em sua longevidade, buscando estabelecer sistemas de gestão tecnicamente adequados, mas principalmente em pontos eticamente estabelecidos. Além disso, orienta a criação do código de conduta baseado nos valores, princípios e políticas que são definidos e aprovados pelo conselho de administração da empresa sendo também responsável por estabelecer as responsabilidades ambientais e sociais, como parte da representação adequada da cultura corporativa<sup>25</sup>.

---

<sup>24</sup> INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 2019.

<sup>25</sup> INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 2019.

### Pilares da Governança Corporativa

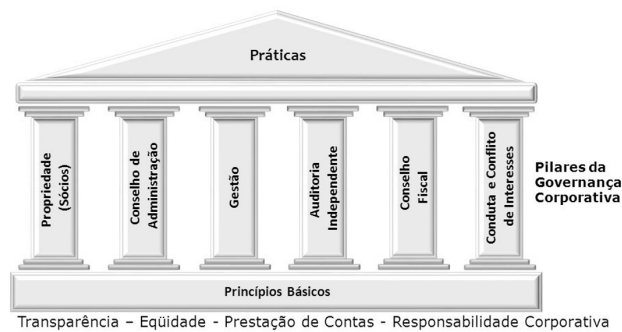


Figura 1. Pilares da Governança Corporativa (Fonte: Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa – IBGC 4ª edição)

#### 4.2. Códigos de Conduta

Um código de conduta é definido como um conjunto de regras que estabelecem valores e orientam o comportamento dos colaboradores para que atuem de acordo com os princípios da organização. Em uma empresa, um código de conduta determina o padrão de conduta e promove a governança corporativa e a compreensão da cultura organizacional. Basicamente, é um mecanismo para comunicar a visão, missão e valores da empresa.

Se uma empresa é regida por diretrizes comunitárias, todos os seus membros devem estar dispostos a compartilhar um conjunto de obrigações comuns para que a organização possa manter sua credibilidade e boa reputação na sociedade e evitar eventos súbitos entre pessoas de dentro da organização.

De acordo com o IBGC, o código de conduta deve abranger os interesses de todos os envolvidos no desenvolvimento da empresa e estipular que os conselheiros e diretores não devem usar seu poder em benefício próprio ou de terceiros.

Conforme figura 2, estes seriam os temas que um código de conduta deve conter de acordo com a relação do IBGC:

Nº de ordem	Assuntos que devem constar no código de conduta de uma organização
1	Cumprimento das leis e pagamento de tributos
2	Operações com partes relacionadas
3	Uso de ativos da organização
4	Conflito de interesses
5	Informações privilegiadas
6	Política de negociação das ações da empresa
7	Processos judiciais e arbitragem
8	<i>Whistle-blower</i>
9	Prevenção e tratamento de fraudes
10	Pagamentos ou recebimentos questionáveis
11	Recebimento de presentes e favorecimentos
12	Doações
13	Atividades políticas
14	Direito à privacidade
15	Nepotismo
16	Meio ambiente
17	Discriminação no ambiente de trabalho
18	Assédio moral ou sexual
19	Segurança no trabalho
20	Exploração de trabalho adulto ou infantil
21	Relações com a comunidade
22	Uso de álcool e drogas

Figura 2. Assuntos que devem constar no código de conduta de uma organização (Fonte: Abrangência código de conduta – Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa 4ª edição – IBGC, 2009)

#### 4.3. ISO 9001

Uma boa forma de verificar as mudanças que não atinjam as leis de anticorrupção e fraudes é verificar se a empresa possui certificação ISO. Como o sistema ISO fornece tecnologia que otimiza os processos dentro de uma organização, a certificação deve cumprir rigorosamente a legislação nacional que se aplica a toda a empresa. A ISO 9000 é a norma que regulamenta os sistemas de gestão da qualidade para organizações de todos os tipos e portes, atuando mostrando à organização quais são seus objetivos e quais cláusulas devem ser aplicadas e devem aderir à especificação.

A utilização das normas ISO 9000 traz vantagens para as organizações, pois se estiver em conformidade estabelecida, será elegível para certificação, esta que garante solidez, e respeito às regras nas relações comerciais. A empresa passa a tomar decisões que não sejam agressivas ao meio ambiente, focando nas melhores práticas de qualidade relacionadas ao produto, tornando-o e tendo uma marca credível, os custos são reduzidos, fazendo com que se obtenha melhoria contínua do processo de produção. Além disso, os colaboradores participam mais diretamente dos processos e cooperam para o crescimento e desenvolvimento da empresa, portanto uma importante ferramenta para a verificação da adoção das alterações dos Códigos



de Conduta na cultura corporativa como um mecanismo interno de combate à corrupção e fraude.

Promover a transparência é um dos objetivos centrais da codificação. Na prática cada empresa possui seus próprios mecanismos de controle dependendo de sua situação. O objetivo da codificação não é padronizar essa gestão. Mas, para ser claro, para dar ao mercado de capitais um retrato preciso do desempenho da empresa. O objetivo da codificação Alemão de Governança Corporativa é a transparência da empresa sua gestão e monitoramento, bem como o sistema de retribuição dos membros do conselho e a percepção de lucros.

O Comitê de Governança Corporativa se reúne regularmente para aprontar propostas para a revisão da codificação Alemão de Governança Corporativa. A Delegação Europeia publicou um plano de ação para modernizar a lei sobre sociedades anônimas e melhorar a governança corporativa. A Delegação Europeia fez várias recomendações que o comitê Governamental considerou para inclusão no código.

## 5. DAS POISON PILLS

O termo *poison pill* trata, em sua origem, de táticas utilizadas para uma companhia se defender de aquisições hostis, tornando-as demasiado caras ou não atrativas à compra. Carvalhosa define-o como um instrumento jurídico adotado pela companhia com o intuito de dificultar a aquisição do poder de controle oriunda de uma oferta hostil - diretamente endereçada aos acionistas da companhia, sem consulta prévia a sua administração.

O direito norte-americano hoje aplica a terceira geração de *poison pill*, utilizando-se das *flip-in* e *flip-over*, conforme visto acima. Este sistema considera, ainda, as *Shark Repellents*, *Suicide Pill*, *Pac-Man Defense*, entre outras, que não serão tema do presente trabalho.

Na Europa, a Diretiva 2004/25/CE foi resposta da União Europeia à necessidade de estabelecer regramento uniforme acerca das *takeover bids*, definindo alguns requisitos gerais obrigatórios a todos os Estados-membros. Ressalta-se que apresenta instituto semelhante à Oferta Pública de Aquisição de Ações (OPA), da qual se utiliza o Brasil, que será estudado mais adiante. No Brasil, o instituto ganhou características próprias, tornando-se uma *poison pill* *suis generis*.

No direito nacional, a defesa se caracteriza pela utilização da Oferta Pública de Aquisição de Ações (OPA) diante de uma *hostile takeover*, com o fim de delongar no tempo a aquisição, permitindo que tanto controladores como administradores tenham a possibilidade de analisar a situação ou evitar sua efetiva ocorrência por completo.

Considerando, então, que as *poison pills* são geralmente acionadas após um evento que possa alterar a atual configuração de controle da empresa (*triggering event*), Jarrell, Brickley e Netter (1988) afirmam que esses dispositivos conferem aos atuais acionistas controladores o direito de aquisição de ações adicionais da companhia (*flip-in*) ou de novas ações da companhia em que ocorra a fusão (*flip-over*), ambos em termos vantajosos para esses acionistas, impondo, assim, significativas perdas para os potenciais adquirentes por meio do aumento do custo para que realizem o *takeover*<sup>26</sup>.

No caso da *poison pill flip-in*, Sikes, Tian e Wilson (2014) evidenciam que elas diluem significativamente a porcentagem de ações detidas pelo investidor adquirente,

---

<sup>26</sup> JARRELL, G. A.; BRICKLEY, J. A.; NETTER, J. M. *The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980. The Journal of Economic Perspectives*, v. 2, n. 1, p. 49-68, 1988.

caso ele tenha atingido determinada porcentagem de ações ordinárias de uma companhia-alvo visando à obtenção do controle de forma hostil. Desse modo, ao acionar a *poison pill*, todos os acionistas, exceto o investidor que adquiriu mais que o percentual de disparo, podem comprar ações da companhia com um desconto no seu valor de mercado, diluindo, portanto, a participação do adquirente na companhia alvo<sup>27</sup>.

### 5.1. Objetivos

As *poison pill* visam, precipuamente, tornar a *hostile takeover* mais difícil e custosa, buscando desencorajar o adquirente a proceder à compra. Ao se obrigar o bidder a praticar uma OPA, pretende-se, na maioria das vezes, que este desista da aquisição. Assim, conclui-se que é instrumento capaz de bloquear as alienações indesejadas do poder de controle da companhia.

O instituto também torna o ataque à empresa-alvo mais "lento" permitindo que os acionistas e administradores tenham mais tempo para analisar a operação ou para criar alguma alternativa à aquisição hostil. Ao se obrigar o bidder a propor uma OPA, a duração do processo de aquisição prolonga-se vez que esta operação demanda uma quantidade maior de fundos a serem despendidos e mais investidores a serem procurados para negociação. Deste modo, há um período maior para analisar ação e decidir se é benéfica ou não para os interesses da empresa e dos acionistas.

Novo Mercado, criado pela Bovespa, forma-se por um grupo de empresas que se comprometem, de forma voluntária, a seguir certas práticas de governança corporativa um pouco mais rígidas que as definidas pela legislação atual, com o fim de negociar suas ações. Oportuno é salientar que, segundo Informativo da BM&F BOVESPA: A valorização e a liquidez das ações são influenciadas positivamente pelo grau de segurança oferecido pelos direitos concedidos aos acionistas e pela qualidade das informações prestadas pelas companhias. Essa é a premissa básica do Novo Mercado. As regras do Regulamento de Listagem do Novo Mercado, as quais as empresas que desejam participar devem aderir, trazem várias vantagens, de acordo com a própria BOVESPA.

---

<sup>27</sup> SIKES, S. A.; TIAN, X. S.; WILSON, R. *Investors' reaction to the use of poison pills as a tax loss preservation tool*. *Journal of Accounting and Economics*, v. 57, n. 2-3, p. 132-148, 2014.

## 5.2. Mecanismos nacionais

Ao ser introduzido no Brasil, o instituto foi modificado a fim de ser adaptado à realidade nacional. Assim, observa-se a existência de três espécies do instituto, quais sejam, *poison pill* legal, *poison pill* contratual e *poison pill* estatutária, às quais se passa a analisar.

Considera-se a regra do *tag along*, disposta no art. 254-A, Lei nº 6.404/76 (Lei das Sociedades por Ações) como *poison pill* uma vez que torna mais árdua a aquisição do controle da empresa-alvo. Para que a alienação do controle de companhia aberta se dê, tanto de forma direta quanto indireta, o adquirente deve oferecer Oferta Pública de Aquisição das Ações (OPA) com direito a voto aos demais acionistas da companhia, assegurando-lhes, ao menos, 80% do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle. Ao se obrigar o adquirente a proceder a OPA, torna-se a tomada de controle mais onerosa, na tentativa de se evitar a transferência deste controle.

Neste sentido, dispõe Fábio Ulhoa Coelho:

A expressão *Tag Along* deve ser traduzida literalmente por 'fim conjunto', com vistas a designar o encerramento da sociedade entre controladores e não controladores em razão 334 Revista de Informação Legislativa da venda 'simultânea' de suas ações.

Protege-se, assim, o acionista minoritário de ser surpreendido com possível mudança brusca de controle da companhia haja vista ter por finalidade, precipuamente, o "tratamento mais igualitário aos acionistas minoritários detentores de ações ordinárias quando houver alteração do grupo ou do acionista controlador"<sup>28</sup>.

A *poison pill* estatutária mais comum nas empresas abertas brasileiras é aquela que condiciona a aquisição de determinado percentual de ações da companhia ao dever de realizar Oferta Pública de Aquisição de ações ("OPA"). Este mecanismo, inserido nos estatutos das empresas de capital aberto, visa a tornar mais onerosa a aquisição das ações por parte de um *bidder*, a fim de desestimular uma possível tomada do controle societário. Carvalhosa classifica estas *poison pills* como regras estatutárias para-sociais, aduzindo que o termo adquire significado ao constituírem convenção entre os acionistas que aprovaram ou aderiram ao estatuto social e a sociedade<sup>29</sup>. Ressalta o autor que, deste modo, o interesse destes pactuantes não

<sup>28</sup> CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei das Sociedades Anônimas. Vol.4. 5. Ed. São Paulo: Saraiva. 2014, p. 24.

<sup>29</sup> CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei das Sociedades Anônimas. Vol.4. 5. Ed. São Paulo: Saraiva. 2014, p. 26.

deve ser superior aos dos demais acionistas, devendo ser permitido a estes a possibilidade de deliberar sobre a retirada da regra do estatuto social<sup>30</sup>.

Ocorre que várias empresas têm inserido em seus estatutos a impossibilidade de modificação da regra da *poison pill*, tornando-a verdadeira cláusula pétrea. A CVM, ao constar o problema, aduz: Dentre as companhias que possuem *poison pills*, diversas contemplam em seus estatutos regras que protegem a pílula contra as reformas estatutárias. Essas regras obrigam os acionistas que votarem a favor da supressão ou alteração da *poison pill* a realizar eles mesmos uma oferta pública pela totalidade das ações da companhia<sup>31</sup>.

Ainda, há casos em que o estatuto prevê punição aos acionistas que votarem pela alteração ou exclusão desta cláusula em assembleia geral, obrigando-os à aplicação da OPA, independente se vantajosa ou não a operação em trâmite. Nota-se, ante o engessamento do poder de voto dos acionistas, que esta manobra vem sendo utilizada como forma de perpetuação de um grupo específico no controle destas companhias.

Para evitar que punições contrárias ao ordenamento brasileiro sejam aplicadas a esses acionistas - em especial as disposições previstas nos arts. 115, 121, 122, I, e 129 da Lei nº 6.404/76, a CVM publicou o Parecer Orientação nº 036, de 23 de junho de 2009, que assim resolveu: Por esse motivo, a CVM não aplicará penalidades, em processos administrativos sancionadores, aos acionistas que, nos termos da legislação em vigor, votarem pela supressão ou alteração da cláusula de proteção à dispersão acionária, ainda que não realizem a oferta pública prevista na disposição acessória.

O interesse da companhia e de seus acionistas não controladores deve se manter em harmonia, sendo inadmissível que apenas os interesses dos acionistas controladores sejam vislumbrados nas decisões da companhia. O Parecer Orientação nº 036, de 23 de junho de 2009, da CVM, acima exposto, resume com clareza esta premissa, atuando em favor da legalidade. Assim, a aplicação ou não da *poison pill* estatutária cabe ao conjunto de todos os acionistas da companhia, a fim de que o interesse de todos, acionistas e empresa, sejam garantidos.

---

<sup>30</sup> CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei das Sociedades Anônimas. Vol.4. 5. Ed. São Paulo: Saraiva. 2014, p. 26.

<sup>31</sup> Pinto, Marcos Barbosa. Yazbek, Otávio. *Poison pills*. 2008.

### 5.3. Aquisição hostil

O tema relativo à oferta hostil e à tomada de controle ganhou grande notoriedade na comunidade jurídica brasileira a partir da tentativa da companhia Sadia S.A. de adquirir o controle de sua então concorrente, Perdigão Agroindustrial S.A., não obstante, essa não foi a primeira vez que uma companhia brasileira tentou tomar o controle de outra sociedade, apesar de serem raros os casos de oferta hostil no cenário nacional.

O primeiro caso de oferta hostil de aquisição de controle, no Brasil, ocorreu em outubro de 1971, em Porto Alegre (RS), quando Macrossul S.A. tentou tomar o controle de Sulbanco (Banco Industrial e Comercial do Sul S.A.). A tentativa ocorreu num momento em que havia grande incentivo governamental à formação de conglomerados financeiros, o que contava, inclusive, com o suporte financeiro do Banco Central. A investida, contudo, não obteve êxito.

O ponto central das discussões girava em torno do fato de que, normalmente, dada a falta de previsão legal, o prêmio oferecido pelo adquirente do controle era percebido tão-somente pelos acionistas controladores, restando alijados da operação – e de suas vantagens – os acionistas minoritários. A discussão somou com a publicação de nova Lei das Sociedades por Ações, a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, vigente até hoje.

Um segundo caso relatado na doutrina, esse já sob a égide da atual Lei das Sociedades por Ações, diz respeito à tentativa da Companhia Força e Luz Cataguazes-Leopoldina de adquirir o controle da Companhia Mineira de Eletricidade, intento que foi impedido pela intervenção da CEMIG (Centrais Elétricas de Minas Gerais S.A.).

Em 11 de outubro de 1978, a Companhia Força e Luz Cataguazes-Leopoldina (ofertante) lançou oferta pública de aquisição de controle da Companhia Mineira de Eletricidade (companhia-alvo), nos moldes da lei, oferecendo R\$1,67 por ação. No decurso da oferta, a CEMIG, companhia de economia mista, lançou oferta concorrente para a aquisição do controle da companhia-alvo, porém sem respeitar os requisitos legais exigidos.

Percebe-se que não haveria qualquer impedimento que a CEMIG negociasse a aquisição do controle da companhia-alvo fora do mercado de ações. Contudo, o problema não foi a intenção de adquirir o controle, mas sim o veículo utilizado para tanto. Ao desprezar as regras legais, sua oferta era inválida, mas devido à demora

da CVM em repudiá-la, sua permanência acabou por frustrar a oferta válida da Cataguazes-Leopoldina, visto que os acionistas da Companhia Mineira de Eletricidade a ela não aderiram, ante a perspectiva de receber maior valor por suas ações com a oferta da CEMIG.

Cataguazes-Leopoldina, então, melhorou sua oferta, conforme lhe permite a lei, dispondo-se a pagar Cr\$1,80 por ação, em novembro daquele ano. A CEMIG, a seu turno, realizou nova oferta, desta vez observando os requisitos legais, pela qual se comprometia a pagar Cr\$1,92 por ação em fevereiro do ano seguinte.

O ponto, entretanto, é que o maior lapso temporal que a CEMIG quis utilizar para fazer o pagamento das ações (ao invés de pagar em novembro, como ofertou sua concorrente, propôs-se a pagar apenas em fevereiro), causava uma verdadeira depreciação daquele valor. Com efeito, conforme relatado por L. L. CANTIDIA NO, o presidente da Cataguazes Leopoldina veio a público esclarecer que, em novembro, a oferta de sua companhia era mais vantajosa que a apresentada pela CEMIG, visto que em fevereiro do ano seguinte, o valor de Cr\$1,80 então ofertado representaria Cr\$1,94, sendo superior, portanto, à oferta da CEMIG. Por conta disso, a Cataguazes-Leopoldina melhorou novamente sua oferta, igualando o prazo de pagamento ao de sua concorrente (fevereiro) e oferecendo Cr\$1,94 por ação<sup>32</sup>.

Logo após, a CEMIG aumentou sua oferta para Cr\$ 2,02 por ação, superando o valor ofertado pela concorrente. Quando a Cataguazes Leopoldina pretendia aumentar sua proposta, foi barrada pela CVM, sob o entendimento de que, pela lei, é dado aos ofertantes melhorar sua proposta apenas uma vez. Com isso, a Cataguazes-Leopoldina foi excluída da aquisição do controle da Companhia Mineira de Eletricidade.

#### **5.4. Modelos de defesa brasileiro**

Apesar da variedade encontrada de mecanismos de defesa, o ponto em comum entre todos esses mecanismos é o objetivo de aumentar o custo da aquisição do controle, ou diminuir os benefícios esperados pelo adquirente, para com isso desestimular potenciais ofertantes da empreitada que é a tomada de controle. Dispendioso lembrar que, na experiência estrangeira, apenas cabe falar em medidas

---

<sup>32</sup> Sobre o caso, v. L. L. CANTIDIANO, A Aquisição do Controle Acionário da Cia. Mineira de Eletricidade – Um Caso Polêmico, in *Direito Societário e Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro, Renovar, 1996, pp. 63-73, bem como a Deliberação da CVM n o 2/78, de 10 de novembro de 1978.

defensivas diante de oferta hostil, visto que na oferta amigável, negociada, não há qualquer hostilidade a ser combatida.

Para tratar dos mecanismos de defesa adotados pelas sociedades brasileiras (objeto central deste estudo), é imprescindível proceder, antes, à análise da conjuntura legal no que se refere ao tema. Entretanto, enquadrar o perfil regulatório brasileiro, no que concerne à tomada de controle e à admissão dos mecanismos de defesa contra a oferta hostil, não é tarefa fácil.

Inicialmente, a doutrina mostrou-se propensa a negar a possibilidade de os administradores da companhia visada tomarem medidas visando a impedir ou dificultar a tomada de controle, com o que o sistema brasileiro aproximar-se-ia do princípio da neutralidade da administração, norteadora do Sistema Europeu.

Nesse sentido, A. F. A. LOPES assevera que a atuação da administração, em face de uma oferta hostil, estaria vedada, tendo em vista as obrigações legais e específicas impostas pela lei brasileira aos administradores e controladores, o que impediria o uso dos mecanismos de defesa consagrados na experiência estrangeira<sup>33</sup>.

Numa visão mais temperada, M. CARVALHOSA defende que atuação da administração da companhia-alvo contra uma oferta hostil somente seria ilegal, por caracterizar abuso de poder, quando tivesse por objetivo apenas atacar a oferta. Entretanto, o autor sustenta que a administração da companhia, quando diante de uma oferta hostil, deve pronunciar-se sobre a viabilidade do negócio, tendo em vista os interesses dos acionistas<sup>34</sup>.

A questão central a pautar o tema, sempre, remete ao potencial conflito de interesses entre os administradores e o interesse da companhia e dos acionistas. Nesse sentido, corroborando o entendimento indicado acima, e até mesmo se inclinando para a admissão de alguns dos mecanismos de defesa pela legislação brasileira, C. SALOMÃO FILHO conclui que o conflito de interesses, no que concerne aos administradores, seria substancial, ou seja, somente aferível casuisticamente<sup>35</sup>.

<sup>33</sup> "No Brasil, é inequívoco que tais tipos de conduta estão vedados, diante das obrigações legais gerais e específicas que a lei brasileira impõe aos administradores e controladores, impedindo que os mesmos, diante de uma oferta pública, tomem medidas excepcionais ou utilizem-se de informações privilegiadas ou do patrimônio social para obstruir a oferta" (As ofertas públicas... cit. (nt. 75, supra), p. 183).

<sup>34</sup> "It has been suggested that management has the duty to commence litigation or take other measures to block the offer if it believes the offer to be detrimental to its shareholders. However, defensive tactics aimed solely at defeating the offer are unlawful and considered an abuse of power" (The Brazilian Experience with Respect to Tender Offers, in *Journal of Comparative Corporate Law and Securities Regulation* 3 (1981), p. 109).

<sup>35</sup> O Novo Direito... cit. (nt. 92, supra), pp. 134-136.



Já numa abordagem mais arrojada sobre a adoção de medidas defensivas pelas companhias brasileiras, E. SALOMÃO propõe a divisão dos países em três diferentes categorias, segundo a frequência de utilização das medidas defensivas: (i) países que seguem a Common Law, tais como EUA e Canadá, em que a adoção de mecanismos de defesa é prática largamente utilizada; (ii) um segundo grupo é composto por países em que, por conta de características e peculiaridades locais, o uso de medidas defensivas é raro, em vista da baixa probabilidade de ocorrência de takeover hostil, como é o caso do Japão; (iii) por fim, há países cuja economia já está preparada para ser palco de fenômenos como o takeover hostil e a adoção de medidas defensivas, mas em que tais práticas ainda não ocorrem por falta de experiência dos agentes locais<sup>36</sup>.

As técnicas defensivas podem ser divididas em dois grandes grupos, tendo em vista o momento em que são postas em prática: medidas defensivas preventivas (tomadas antes da ocorrência de oferta hostil) e medidas defensivas remediativas (realizadas após a existência de oferta hostil, ou seja, durante seu curso). As defesas preventivas são aquelas adotadas independentemente da existência atual de oferta hostil, e em geral são dispostas no próprio estatuto das companhias. Na literatura norte-americana, tais defesas são conhecidas como shark repellents. Em regra, estas medidas têm como efeito tornar a tomada do controle da sociedade pouco interessante para o tomador.

Já as defesas remediativas são aquelas postas em prática no curso da oferta hostil, ou seja, após a materialização da ameaça representada pela possibilidade de tomada de controle.

---

<sup>36</sup> Brazilian poison pills: rare but legitimate, in *International Financial Law Review* 36 (1990), p. 36.?

## **6. 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.

### **6.1. 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 6.385<sup>37</sup> e 4º, §1º da Lei nº 6.404<sup>38</sup>, atualmente regulamentados pela Resolução CVM nº 80, de 29 de março de 2022<sup>39</sup> ("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 6.385<sup>40</sup>; no artigo 4º, §2º, da Lei nº 6.404<sup>41</sup>, 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.

<sup>37</sup> 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.

<sup>38</sup> 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.

<sup>39</sup> 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

<sup>40</sup> 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. [...].

<sup>41</sup> 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.

## **6.2. 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 proposta<sup>42</sup>.

O artigo 3º da Instrução CVM 400<sup>43</sup>, 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.

<sup>42</sup> CARVALHOSA, MODESTO. Oferta Pública de Aquisição de Ações. Rio de Janeiro: IBMEC, 1979, p. 23.

<sup>43</sup> 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 interesses<sup>44</sup>. 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".

### **6.3. 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

---

<sup>44</sup> 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](http://sistemas.cvm.gov.br/port/atos/leis/6404_Exposicao.asp). Acesso em 27 de março de 2023.

dispensado, sem a necessidade de formulação do pedido de dispensa, nas hipóteses previstas no artigo 5º, incisos I e II, da Instrução CVM 400<sup>45</sup>.

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 oferta<sup>46</sup>. 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-lo<sup>47</sup>. O registro será automaticamente efetivado caso a CVM não se manifeste nesse prazo.

<sup>45</sup> 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, Distrito Federal e municípios e demais entidades da administração pública, que, cumulativamente: a) não objetive 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.

<sup>46</sup> Artigos 38 e 39 da Instrução CVM 400.

<sup>47</sup> Artigo 8º da Instrução CVM 400.

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 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, está poderá interromper por uma única vez a análise do pedido de registro por até 60 (sessenta) dias úteis, após o qual recomenciarão 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.



#### **6.4. 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 2021<sup>48</sup> (“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 30<sup>49</sup> 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 476<sup>50</sup>.

<sup>48</sup> 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.

<sup>49</sup> 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.

<sup>50</sup> 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

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) dias<sup>51</sup>. Esta dispensa proporciona maior agilidade e redução dos custos inerentes ao processo de distribuição dos valores mobiliários.

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 476<sup>52</sup>.

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

---

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 Artigos 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.

<sup>51</sup> Artigo 8º da Instrução CVM 476.

<sup>52</sup> Artigo 7º da Instrução CVM 476.

mesma espécie e emissor, sem que 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 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 400<sup>53</sup>.

---

<sup>53</sup> 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.

## **7. 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 registro<sup>54</sup>.

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 160.

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:

---

<sup>54</sup> Artigo 100 da Resolução CVM 160.

(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 abrangidas 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 úteis<sup>55</sup>.

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.

---

<sup>55</sup> Artigo 37 da Resolução CVM 160.

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

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 471, 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 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.

## CONCLUSÃO

A CVM desempenha, juntamente com outros órgãos e autarquias, um papel fundamental na regulação do mercado de capitais, na fixação de diretrizes para boas práticas corporativas, no fomento à investimentos e na proteção dos investidores nesses mercados.

A autarquia é responsável pelo fomento e conscientização de investimentos no país, acarretando também em responsabilidades de regulação e intervenção, quando necessária, nesse meio. Sendo essencial na emissão de pareceres sobre questões novas ao mercado brasileiro, como no caso da *poison pill* ou em resoluções das mais diversas questões, a exemplo da Resolução 160 que versa sobre ofertas públicas.

Como as ofertas públicas estão crescendo no Brasil, um destaque para o tema é primordial. Por ser um dos métodos mais efetivos de capitalização, seja por captação de dívida ou abertura de capital, existe muita margem para que as empresas tentem tirar proveito de investidores desprecauidos e captar o máximo de capital possível. Dessa forma, a atuação da CVM é primordial em garantir a segurança desses investidores e melhorar os processos envolvendo as ofertas realizadas no país, os tornando menos onerosos, mais seguros e ágeis.

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 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.

Em todas as instâncias, as alterações trazidas pelo rito automático buscam efetivar uma democratização ao acesso a capital. Servindo à 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 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.

Com a crescente regulação e criação de mecanismos de segurança, a CVM age de modo a proteger o investidor de abusos, seja por parte dos controladores

das Companhias abertas, seja de ofertas dúbias por parte das companhias ou de agentes de má-fé do mercado. Seu papel é fundamental na regulação do mercado e na fiscalização de seus participantes.

No entanto, podemos argumentar que, mesmo que tenha um papel ativo na proteção dos investidores em companhias abertas, seu alcance é limitado. Sendo que é necessário a atuação conjunta de outros agentes do sistema financeiro para fornecer uma melhor proteção aos investidores.

**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 março 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](http://sistemas.cvm.gov.br/port/atos/leis/6404_Exposicao.asp). Acesso em 27 de março de 2023.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádina B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas: Mercado de Capitais – Regime Jurídico. Rio de Janeiro, 3 Ed: Renovar, 2011.

JARRELL, G. A.; BRICKLEY, J. A.; NETTER, J. M. The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980. The Journal of Economic Perspectives, v. 2, n. 1, p. 49-68, 1988.

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 27 de março de 2023.

SIKES, S. A.; TIAN, X. S.; WILSON, R. Investors' reaction to the use of *poison pills* as a tax loss preservation tool. Journal of Accounting and Economics, v. 57, n. 2-3, p. 132-148, 2014.