# CONSIDERAÇÕES SOBRE A ABERTURA DE CAPITAL NA SOCIEDADE ANÔNIMA

# CONSIDERATIONS ON THE PUBLIC OFFER

Rodrigo de Oliveira Botelho Corrêa
Mestrando em Direito pela UERJ. Procurador do Estado do Rio de Janeiro. Advogado

## RESUMO

Uma questão essencial para o exercício e desenvolvimento da atividade empresarial é a busca por capital. Existem algumas alternativas para se obter o capital necessário para empreitadas mercantis. Uma delas, e muito provavelmente a mais eficiente, sobretudo para negócios de grande valor agregado, é o recurso ao mercado de capitais. Este trabalho retrata a importância da abertura de capital das companhias, como forma de ampliar as opções de financiamento da atividade negocial e produtiva. Estuda-se a legislação aplicada ao processo de abertura de capital, com foco nos aspectos mais sensíveis e relevantes da oferta pública de valores mobiliários, como o *underwriting.*

## ABSTRACT

A key issue for the performance and development of business activity is the search for capital. There are some alternatives to obtain the necessary capital for commercial ventures. One, and probably the most efficient, especially for high value-added business, is recourse to the capital market. This work shows the importance of IPO companies as a way to expand financing options and negotiating productive activity. We study the legislation applied to the process of going public, with a focus on the most sensitive and relevant public offering of securities, such as underwriting. Thus, we present the conclusion and our impression about the issue.

Palavras-chave: Sociedade anônima – abertura de capital – mercado de capitais.

Key-words: Public company – Initial Public Offer (IPO) – securities exchange

## Introdução

O final do século XVIII trouxe mudanças conspícuas, as quais repercutem até hoje. Conquanto já existissem vozes defendendo valores como o racionalismo, o cientificismo e, sobretudo, a ideia de um regime político calcado na liberdade, naquele período ocorreram episódios que finalmente romperam com o regime anterior e promoveram a implantação do sistema de mercado ou de autonomia.

Fábio Nusdeo[1] destaca quatro acontecimentos notáveis, todos ocorridos no ano de 1776, nos campos da Política, da Economia, do Direito e da Tecnologia, que ajudaram a vitória do sistema de mercado.

No campo da Política, o referido autor destaca a declaração de independência dos EUA, que foi a primeira nação a ser fundada com base em institutos eminentemente liberais, conquanto ainda houvesse algumas reminiscências do regime anterior, como a escravidão.

Na Economia, a edição do livro *A Riqueza das Nações* de Adam Smith, no qual o autor apresenta o conceito de liberdade sob o prisma econômico. Aos indivíduos deveria ser assegurada a tomada de decisões quanto à aplicação dos recursos escassos, afinal o homem vivencia no dia a dia de sua existência a tarefa de administrar os recursos escassos que estão à sua disposição. Assim, a organização da Economia deveria ficar a cargo dos indivíduos. Esses indivíduos, conduzidos por um sentimento hedonista, decidiriam de forma a aplicar os recursos escassos da maneira mais eficiente e ótima possível, fato que levou Smith a cunhar a expressão "mão invisível" do mercado. Surge aí a noção de sistema de mercado ou de autonomia.

No Direito, Fábio Nusdeo menciona a edição do *Décret d´Allarde*, de obra do ministro Turgot, que pôs fim às corporações de ofício, dando liberdade a todo cidadão de exercer a profissão de sua escolha. Esse decreto foi revogado posteriormente, mas represtinado por meio da Lei *Le Chapelier*, de 1791.

Também merecem destaque o movimento constitucionalista, por se constituir em um modelo liberal de limitação do poder, e a codificação do Direito Privado, que não só conferiu maior segurança às relações jurídicas, como rompeu com o Direito medieval, calcado em preceitos do Direito Romano e do Direito Canônico.

---

[1] NUSDEO, Fábio. *Curso de Economia: introdução do Direito Econômico*, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2008, p. 126

Por fim, na área da tecnologia, o referido professor da Universidade de São Paulo indica a aplicação da máquina a vapor ao processo produtivo, feito de Robert Fulton, que se valeu da descoberta de Watt.

Essa sucessão de acontecimentos históricos, que não se limitam a esses, e que culminaram com a Revolução Francesa, levou a implantação definitiva do sistema de mercado.

Conquanto desde o renascimento comercial a atividade econômica tivesse recrudescido, inclusive por meio de sociedades de capitais, é certo que somente com o liberalismo e o seu sistema de mercado ela se fortaleceu a ponto de dar origem ao mais propalado sistema de organização social-econômica: o capitalismo.

A circulação de capital, calcada nas decisões descentralizadas dos agentes econômicos, é a mola propulsora e a principal característica do sistema capitalista. Dentre os seus inúmeros setores, o sistema financeiro tem papel de inegável destaque, justamente por permitir trocas entre agentes deficitários e superavitários. Esse sistema será o tema do próximo tópico.

## 1. Sistema financeiro

Como destacado no item anterior, a liberdade econômica proporciona a circulação da riqueza entre os agentes econômicos. Esses agentes exercem essa liberdade mediante a tomada diuturnamente de decisões sobre se eles gastarão seus recursos imediatamente ou se adiarão esse gasto, poupando os recursos para gastá-los depois. Esse dispêndio, por sua vez, poderá se dar por meio do consumo ou do investimento.

Nem sempre, contudo, o agente econômico dispõe de recursos suficientes para fazer valer a sua decisão. Nesse caso, ele terá de procurar no mercado recursos para suprir essa necessidade. Da mesma forma, aquele que acumula recursos, não deseja que seu patrimônio fique sem uma destinação econômica efetiva, o que acabaria por diminuir o seu valor.

A função do sistema de financeiro é justamente a de prover os canais adequados mediantes os quais os agentes econômicos deficitários obtêm os recursos de que necessitam para os seus projetos de investimento ou para consumirem, em troca do pagamento de uma remuneração aos poupadores.

O sistema financeiro é segmentado nos seguintes subsistemas[2]:

a) Mercado de crédito: operações bancárias típicas (intermediação financeira por meio da captação de recursos dos agentes econômicos superavitários e empréstimo desses recursos aos agentes econômicos deficitários)

b) Mercado monetário (*open market*): operações de curto prazo com títulos públicos. Usado como instrumento de política pública para dar maior ou menor liquidez à economia.

c) Mercado cambial: operações de curto prazo envolvendo a compra e venda de moeda estrangeira

d) Mercado de capitais ou de valores mobiliários: operações que visam à captação pelos agentes econômicos deficitários da poupança dos agentes econômicos superavitários por meio da emissão de valores mobiliários.

As companhias podem financiar suas atividades por meio de recursos próprios ou de terceiros. Os recursos de terceiros podem ser obtidos junto ao mercado de crédito, através de empréstimos junto a instituições financeira (que praticam intermediação financeira) ou pela emissão de valores mobiliários (mercado de capitais).

Portanto, a grande diferença entre os outros mercados e o mercado de capitais reside na ausência da intermediação financeira. O fato de na emissão pública de valores mobiliários ser obrigatória a presença de uma instituição financeira *underwriter*, não caracteriza intermediação financeira. Isto porque o *underwriting* não importa em intermediação financeira, mas sim em participação, ainda que com garantia firme de subscrição dos títulos, no processo de colocação pública de títulos[3].

No mercado de capitais podem ser distinguidos dois segmentos: o mercado primário e o mercado secundário. No mercado primário ocorrem as emissões públicas de novos valores mobiliários, mediante a mobilização da poupança popular. É no mercado primário que se atende à finalidade principal do mercado de capitais, que é a de permitir a captação de recursos do público. Já no mercado secundário, não há o ingresso de recursos para as companhias emissoras, inexistindo a emissão de novos títulos. A função essencial do mercado secundário é a de conferir liquidez aos valores mobiliários, permitindo que os seus

---

[2] EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – regime jurídico, Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 6-7.

[3] EIRIK et al, *op. cit., p. 9*

adquirentes possam vendê-los rapidamente. Sem a existência de um mercado secundário ativo, ficariam muito prejudicadas as operações de captação de novos recursos no mercado primário, uma vez que os poupadores teriam dificuldade para alienar os valores mobiliários por eles adquiridos[4].

Como salientam EIZIRIK *et al*,

> Para as companhias emissoras é importante que suas ações tenham liquidez no mercado secundário, pois lhes será mais fácil colocarem no mercado novos títulos, uma vez que os investidores normalmente preferem adquirir valores mobiliários que possam mais rapidamente alienar. A cotação das ações de uma companhia no mercado secundário, isto é, o valor pelo qual são negociadas, constitui um parâmetro fundamental para que se calcule o preço de emissão das novas ações no mercado primário, nos termos do artigo 170, parágrafo único, da Lei das S/A[5]. Com efeito, quando as ações apresentam índices razoáveis de liquidez no mercado secundário, o critério mais importante para fixação do preço de emissão de novas ações será o da sua cotação no mercado[6] (EIZIRIK *et al.*, 2008, p. 10-11).

As operações no mercado secundário podem ocorrer em bolsa de valores ou de futuros e mercadorias ou então no mercado de balcão. Nada impede, porém, que os investidores comprem e vendam diretamente os valores mobiliários, fora das bolsas ou do mercado de balcão, sem a participação de qualquer intermediário financeiro. Essas operações são realizadas foram do mercado de capitais.

---

[4] *Idem*, p. 10

[5] Art. 170. Depois de realizados 3/4 (três quartos), no mínimo, do capital social, a companhia pode aumentá-lo mediante subscrição pública ou particular de ações.

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

I - a perspectiva de rentabilidade da companhia;

II - o valor do patrimônio líquido da ação;

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

§ 2º A assembléia-geral, quando for de sua competência deliberar sobre o aumento, poderá delegar ao conselho de administração a fixação do preço de emissão de ações a serem distribuídas no mercado.

§ 3º A subscrição de ações para realização em bens será sempre procedida com observância do disposto no artigo 8º, e a ela se aplicará o disposto nos §§ 2º e 3º do artigo 98.

§ 4º As entradas e as prestações da realização das ações poderão ser recebidas pela companhia independentemente de depósito bancário.

§ 5º No aumento de capital observar-se-á, se mediante subscrição pública, o disposto no artigo 82, e se mediante subscrição particular, o que a respeito for deliberado pela assembléia-geral ou pelo conselho de administração, conforme dispuser o estatuto.

§ 6º Ao aumento de capital aplica-se, no que couber, o disposto sobre a constituição da companhia, exceto na parte final do § 2º do artigo 82.

§ 7º A proposta de aumento do capital deverá esclarecer qual o critério adotado, nos termos do § 1º deste artigo, justificando pormenorizadamente os aspectos econômicos que determinaram a sua escolha.

[6] *Op. cit*., p. 10-11

## 2. Oferta pública de distribuição de valores mobiliários

"A oferta pública de distribuição de valores mobiliários constitui a operação pela qual a companhia ou titulares de valores mobiliários de sua emissão promovem, mediante apelo ao público, a colocação de ações ou outros valores mobiliários no mercado de capitais".[7]

Existem duas modalidades de ofertas públicas de distribuição: ofertas públicas primárias e ofertas públicas secundárias. "Nas ofertas públicas primárias, a companhia emite novos valores mobiliários, com o objetivo de proceder à sua colocação perante investidores e os recursos obtidos são revertidos para a própria companhia emissora, a fim de financiar seus projetos de desenvolvimento ou suas necessidades de caixa".[8] Já as ofertas secundárias são aquelas em que 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. Nesse caso, os recursos pagos pelos investidores para adquirir as ações ou os outros valores mobiliários ofertados não são destinados à companhia emissora, mas aos próprios ofertantes. Existem ainda ofertas mistas, que envolvem tanto valores mobiliários provenientes de uma nova emissão quanto de títulos já emitidos.

Tanto a Lei 6385/76 quanto a Instrução CVM 400/2003 tratam essas duas modalidades de oferta pública igualmente, sem distingui-las.

Existem dois registros: 1) registro inicial de companhia aberta (Lei 6385/76, art. 21; LSA, art. 4º, § 1º[9]; Instrução CVM 202/1993); 2) registro da oferta propriamente dita (Lei 6385/76, art. 19, *caput*; LSA art. 4º, § 2º[10]; Instrução CVM 400/2003 alterada pela Instrução CVM 429/2006). Os registros, embora distintos, caracterizam-se pela complementaridade das informações que contêm (Voto n. 426, do CMN, de 21 de dezembro de 1978, *apud* EIZIRIK *et al.*, 2008, p. 136).

O registro não tem um fim em si mesmo. Ele se constitui em um meio para dar transparência e disseminar informações relevantes para o mercado. Ele visa a proteger o interesse difuso do mercado.

---

[7] EIZIRIK *et al*, *op. cit.*, p. 133.
[8] *Ibidem*, p. 133.
[9] Art. 4º Para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários.
§ 1º Somente os valores mobiliários de emissão de companhia registrada na Comissão de Valores Mobiliários podem ser negociados no mercado de valores mobiliários.
[10] § 2º Nenhuma distribuição pública de valores mobiliários será efetivada no mercado sem prévio registro na Comissão de Valores Mobiliários.

É importante destacar que a companhia pode ser constituída por subscrição privada e, posteriormente, abrir o seu capital ou a constituição da sociedade anônima pode se dar por meio de subscrição pública de ações. Essa última hipótese é tratada pela LSA nos artigos 82 a 87.

Portanto, a oferta pode ser privada ou pública. A doutrina se vale de três elementos ou critérios para identificar se uma oferta de distribuição de valores mobiliários é pública ou privada, quais sejam: a) a qualificação dos ofertados; b) o acesso deles às informações sobre o valor mobiliário que está sendo oferecido; c) a maneira pela qual é efetuada a colocação[11].

A Lei 6.385/76 não conceitua a oferta pública de distribuição de valores mobiliários. A referida lei apenas elenca algumas hipóteses que devem ser consideradas como tal. Nesse sentido, o § 3º, do artigo 19 do referido diploma legal dispõe que

> Caracterizam a emissão pública:
> I - a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios destinados ao público;
> II - a procura de subscritores ou adquirentes para os títulos por meio de empregados, agentes ou corretores;
> III - a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, ou com a utilização dos serviços públicos de comunicação.

Esse artigo 19 da Lei 6.385/76 foi regulamentado pelo artigo 3º, da Instrução CVM 400/2003, que também deixou de conceituar a oferta pública de distribuição de valores mobiliários, limitando-se a trazer, além das já enumeradas no referido § 3º, do artigo 19, da Lei 6.385/76, mais algumas outras hipóteses em que ela estaria configurada. Veja a propósito a sua redação:

> Art. 3º São atos de distribuição pública a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários, de que conste qualquer um dos seguintes elementos:
> I - a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios, destinados ao público, por qualquer meio ou forma;
> II - a procura, no todo ou em parte, de subscritores ou adquirentes indeterminados para os valores mobiliários, mesmo que realizada através de comunicações padronizadas endereçadas a destinatários individualmente identificados, por meio de empregados, representantes, agentes ou quaisquer pessoas naturais ou jurídicas, integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários, ou, ainda, se em desconformidade com o previsto nesta Instrução, a consulta sobre a viabilidade da oferta ou a coleta de intenções de investimento junto a subscritores ou adquirentes indeterminados;

[11] EIZIRIK, *et. al., op. cit.,* p. 139

> 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 ("Instituições Intermediárias"), ressalvadas as hipóteses de dispensa específica deste requisito, concedidas nos termos do art. 4º.

Para que a oferta pública seja caracterizada como privada, ela deverá ser direcionada diretamente aos ofertados pelo próprio ofertante ou por seus representantes. Em contrapartida, quaisquer instrumentos de apelo à poupança popular, desde que não individualizados os destinatários da oferta, podem também ser considerados como caracterizadores da distribuição pública[12], mesmo se não forem utilizados materiais de publicidade.

Além desse critério relativo à forma como os valores mobiliários são oferecidos, deve-se considerar também a qualificação dos ofertados. EIZIRIK e*t al.*[13] sustentam que a exigência do registro perante a CVM não deve ser aplicada às hipóteses em que os investidores não necessitam de atuação estatal para proteger seus interesses. Os professores chegam a esta conclusão por meio da interpretação dada à exposição de motivos da Lei 6.385/76, notadamente ao seguinte trecho:

> 20. Apenas a emissão pública (isto é, a emissão oferecida publicamente) está sujeita a registro. Não se aplica essa norma à emissão particular, como é o caso da emissão negociada com um grupo reduzido de investidores, que tenham acesso ao tipo de informação que o registro visa a divulgar. Se estes, porém, adquirem a emissão com o fim de a colocar no mercado, mediante oferta pública, estão sujeitos às mesmas restrições que a companhia emissora.

Esses mesmos autores defendem que a Instrução CVM 400/2003, ao dispensar o registro de oferta pública, quando esta for dirigida a grupo de pessoas que mantenha prévia

---

[12] EIZIRIK *et. al.*, op. cit., p. 145
[13] Ibidem, p. 145-146.

relação comercial, creditícia, societária ou trabalhista, estreita e habitual, com a emissora, consagra o segundo elemento acima mencionado, qual seja: a disponibilidade de informações.

Se a oferta é dirigida a um grupo de pessoas que tem amplo acesso às informações relativas à emissão, ela não seria pública. São os casos do exercício do direito de preferência ou de oferta direcionada apenas a pessoas que já são acionistas da companhia.

Por fim, destaca-se que o artigo 5º da referida Instrução CVM 400/2003 dispensa o registro de oferta pública, independentemente do deferimento de pedido, em algumas hipóteses. Existe ainda a possibilidade de o ofertante requerer a dispensa integral ou apenas do cumprimento de algum requisito, mas isto deverá ser apreciado pela CVM.

## 2.1. A obtenção do registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários

A Instrução CVM 400/2003 estabelece as regras para a obtenção do registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários. Deve-se, todavia, destacar que, como preceitua o § 3º, do artigo 4º, da Lei 6.404/76, a CVM pode estabelecer uma classificação para as companhias abertas, com vistas a simplificação dos procedimentos de registro. Nesse sentido, a CVM já expediu algumas normas reguladoras, estabelecendo procedimentos mais simples para o registro de determinadas emissões. Citam-se a Instrução 265/97, que trata do registro simplificado de sociedades incentivadas, a Instrução 404/2004, que dispõe sobre as debêntures padronizadas, e, sobretudo, a Instrução CVM 471/2008, que prevê procedimento simplificado para registro de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários.

O pedido de registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários deve ser apresentado pelo ofertante emissor em conjunto com a instituição financeira intermediária da oferta.

***Prospecto*.** O principal documento da oferta pública de distribuição de valores mobiliários é o prospecto. O artigo 38 da referida Instrução CVM 400/2003 o conceitua da seguinte forma:

> Art. 38. Prospecto é o documento elaborado pelo ofertante em conjunto com a instituição líder da distribuição, obrigatório nas ofertas públicas de distribuição de que trata esta Instrução, e que contém informação completa, precisa, verdadeira, atual, clara, objetiva e necessária, em linguagem acessível, de modo que os investidores possam formar criteriosamente a sua decisão de investimento.

O Prospecto deverá, de maneira que não omita fatos de relevo, nem contenha informações que possam induzir em erro os investidores, conter os dados e informações sobre: (i) a oferta; (ii) os valores mobiliários objeto da oferta e os direitos que lhes são inerentes; (iii) o ofertante; (iv) a companhia emissora e sua situação patrimonial, econômica e financeira; (v) terceiros garantidores de obrigações relacionadas com os valores mobiliários objeto da oferta; e (vi) terceiros que venham a ser destinatários dos recursos captados com a oferta (Instrução CVM 400/2003, art. 39).

A CVM poderá exigir do ofertante e da emissora, inclusive com vistas à inclusão no Prospecto, as informações adicionais que julgar adequadas, além de advertências e considerações que entender cabíveis para a análise e compreensão do Prospecto pelos investidores (Instrução CVM 400/2003, art. 39, § 2º).

No caso de ofertas públicas que envolvam a emissão de valores mobiliários para os quais não estejam previstos procedimentos, informações e documentos específicos, a CVM poderá, a pedido dos interessados, estabelecer o conteúdo para o respectivo Prospecto (Instrução CVM 400/2003, art. 39, § 3º).

***Prospecto preliminar.*** Como não existe proibição para que o ofertante adote esforços de venda antes da concessão do registro pela CVM, a Instrução CVM 400/2003 prevê a figura do prospecto preliminar (artigo 46[14]). Nesse caso, os investidores poderão efetuar reservas de subscrição ou aquisição com base no prospecto preliminar, mas estas somente poderão ser confirmadas após o registro da oferta, quando o prospecto definitivo deve ser disponibilizado aos investidores.

***Estudo de viabilidade econômica.*** É exigido apenas em alguns casos, como na subscrição pública de ações para a constituição de companhia (LSA, artigo 82, § 1º, "a"). O

---

[14] Art. 46. O Prospecto Preliminar conterá as mesmas informações mencionadas no art. 40, sem revisão ou apreciação pela CVM.
§1º Os seguintes dizeres devem constar da capa do Prospecto Preliminar, com destaque:
I - "Prospecto Preliminar" e a respectiva data de edição;
II - "As informações contidas neste prospecto preliminar estão sob análise da Comissão de Valores Mobiliários, a qual ainda não se manifestou a seu respeito";
III - "O presente prospecto preliminar está sujeito a complementação e correção"; e
IV - "O prospecto definitivo será entregue aos investidores durante o período de distribuição".
§2º Na hipótese de estar previsto o recebimento de reservas para subscrição ou aquisição, deverá ainda ser incluído no conteúdo do Prospecto Preliminar o seguinte texto: "É admissível o recebimento de reservas, a partir da data a ser indicada em aviso ao mercado, para subscrição (ou aquisição, conforme o caso), as quais somente serão confirmadas pelo subscritor (ou adquirente) após o início do período de distribuição."
§3º Caso a fixação da quantidade de valores mobiliários, do preço de emissão ou, no caso de valores mobiliários representativos de dívida, da taxa de juros, tenha sido delegada ao Conselho de Administração e este ainda não tenha deliberado sobre o assunto, tal informação deverá constar do Prospecto Preliminar, esclarecendo-se, inclusive, a faixa de preços, preço máximo ou mínimo ou outros critérios estabelecidos para tal fixação.
§ 4º Aplica-se ao Prospecto Preliminar o disposto no art. 40 desta Instrução.

artigo 32 da Instrução CVM 400/2003 elenca as hipóteses nas quais a apresentação desse estudo se faz necessária[15].

***Discricionariedade da CVM para o deferimento do registro.*** **"**Não cabe à CVM realizar qualquer exame sobre a qualidade dos títulos ofertados, sobre a (...) emissora, ou mesmo sobre a conveniência do momento escolhido para a realização da distribuição pública"[16]. Na esteira do que dispõe o § 2º, do artigo 82 da LSA, "[a] *Comissão de Valores Mobiliários poderá condicionar o registro a modificações no estatuto ou no prospecto e denegá-lo por inviabilidade ou temeridade do empreendimento, ou inidoneidade dos fundadores*".

O registro pode ser denegado: (i) pela não apresentação pela companhia das informações consideradas necessárias para a avaliação, pelos investidores, do mérito do empreendimento; (ii) se o estatuto social ou algum ato societário estiver com alguma irregularidade.

O registro perante a CVM não constituiu uma chancela estatal ao negócio. Este é um negócio de risco e o Estado não pode assegurar nenhum resultado. Contudo, se aquela autarquia deixar de cumprir o seu mister de forma regular e adequar, cometendo alguma falha no registro, em princípio, ela poderá responder judicialmente por danos causados em razão da falha do serviço.

A CVM pode, a qualquer tempo, cancelar ou suspender o registro de oferta pública, desde que o faça de forma fundamentada.

A oferta deverá ser irrevogável, mas poderá ser sujeita a condições que correspondam a um interesse legítimo do ofertante, que não afetem o funcionamento normal do mercado e cujo implemento não dependa de atuação direta ou indireta do ofertante ou de pessoas a ele vinculadas.

O preço da oferta é único, mas a CVM poderá autorizar, em operações específicas, a possibilidade de preços e condições diversos consoante tipo, espécie, classe e quantidade de valores mobiliários ou de destinatários, fixados em termos objetivos e em função de interesses legítimos do ofertante, admitido ágio ou deságio em função das condições do mercado.

O ofertante poderá estabelecer que o preço e, tratando-se de valores mobiliários representativos de dívida, também a taxa de juros, sejam determinados no dia da apuração do

---

[15] Art. 32. O pedido de registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários deve ser instruído com estudo de viabilidade econômico-financeira da emissora quando:
I - a oferta tenha por objeto a constituição da emissora;
II - a emissora esteja em fase pré-operacional; ou
III - os recursos captados na oferta sejam preponderantemente destinados a investimentos em atividades ainda não desenvolvidas pela emissora.

[16] EIZIRIK *et. al.*, op. cit., p. 155

resultado da coleta de intenções de investimento, desde que sejam indicados os critérios objetivos que presidem à sua fixação no Prospecto Preliminar e no aviso eventualmente publicado anteriormente ao Anúncio de Início de Distribuição.

Caso se utilize da faculdade acima, o preço e a taxa de juros definitivos deverão ser divulgados ao público nos mesmos termos do Anúncio de Início de Distribuição e do Prospecto, e comunicados à CVM e à bolsa de valores ou mercado de balcão onde são negociados os valores mobiliários da emissora no próprio dia em que forem fixados.

Poderá haver contratos de estabilização de preços, os quais deverão ser previamente aprovados pela CVM.

Havendo, a juízo da CVM, alteração substancial, posterior e imprevisível nas circunstâncias de fato existentes quando da apresentação do pedido de registro de distribuição, ou que o fundamentem, acarretando aumento relevante dos riscos assumidos pelo ofertante e inerentes à própria oferta, a aventada autarquia federal poderá acolher pleito de modificação ou revogação da oferta. A CVM teria 10 (dez) dias para se manifestar sobre esse pedido de modificação da oferta; presumir-se-á deferido esse pedido, caso não haja manifestação em sentido contrário no referido prazo.

Em caso de deferimento da modificação, a CVM poderá, por sua própria iniciativa ou a requerimento do ofertante, prorrogar o prazo da oferta por até 90 (noventa) dias.

É sempre permitida a modificação da oferta para melhorá-la em favor dos investidores ou para renúncia a condição da oferta estabelecida pelo ofertante.

É possível revogar a oferta. Essa revogação torna ineficazes a oferta e os atos de aceitação anteriores ou posteriores, devendo ser restituídos integralmente aos aceitantes os valores, bens ou direitos dados em contrapartida aos valores mobiliários ofertados, na forma e condições previstas no Prospecto.

A modificação deverá ser divulgada imediatamente através de meios ao menos iguais aos utilizados para a divulgação da oferta e as entidades integrantes do consórcio de distribuição deverão se acautelar e se certificar, no momento do recebimento das aceitações da oferta, de que o manifestante está ciente de que a oferta original foi alterada e de que tem conhecimento das novas condições. Nesse caso, os investidores que já tiverem aderido à oferta deverão ser comunicados diretamente a respeito da modificação efetuada, para que confirmem, no prazo de 5 (cinco) dias úteis do recebimento da comunicação, o interesse em manter a declaração de aceitação, presumida a manutenção em caso de silêncio.

A aceitação da oferta também poderá ser objeto de revogação. Mas esta somente será ocorrer se tal hipótese estiver expressamente prevista no Prospecto, na forma e condições ali

definidas, ressalvadas as hipóteses previstas nos parágrafos únicos dos arts. 20 e 27 da instrução CVM 400, as quais são inafastáveis.

## 3. Underwriting

Além da prévia autorização da CVM, a emissão pública de valores mobiliários deverá contar com a intermediação de uma instituição financeira (Lei 6.385/76, art. 19, § 3º e Instrução CVM 400/2003, art. 3º). A emissão sem essa participação de uma instituição financeira é tratada como infração grave, de acordo com o disposto no art. 59 da Instrução CVM 400/2003 e sujeita as penalidades previstas no art. 11 da Lei 6.385/76.

As companhias não possuem estrutura para realizarem por conta própria todo o processo de emissão de valores mobiliários. Essa operação implica em riscos. Por isso elas precisam da assessoria de uma instituição financeira. Basicamente, três são os riscos envolvidos: a) risco de espera; b) risco proveniente da fixação do preço de lançamento dos títulos; c) risco de distribuição dos títulos.

O risco de espera (*waiting risk*) *decorre* das mudanças havidas no cenário econômico durante o lapso temporal transcorrido entre o momento em que a companhia verifica a necessidade de captação de recursos e a efetiva colocação dos valores mobiliários no mercado. Não raro, essas mudanças do cenário econômico tornam inviável a emissão.

Nas ofertas públicas primárias, como os papéis não possuem cotação no mercado, é verdadeiramente difícil fixar o preço de emissão dos títulos. Por um lado, a companhia deseja emiti-lo pelo maior preço possível, com vistas a captar a maior quantidade de recursos que puder. Por outro lado, o preço não pode ser tão alto, que afaste os interessados, frustrando a operação. Existe, assim, o risco pela fixação do preço de emissão (*pricing risk*).

Por fim, existe ainda o risco de distribuição dos títulos (*marketing risk*). As companhias não possuem estrutura para oferecer os títulos ao público alvo. Assim como qualquer outro produto, é necessário uma verdadeira estrutura comercial para que os títulos possam ser distribuídos com sucesso, alcançando o seu público alvo.

Desses três riscos, o *underwriter* assume profissionalmente, via de regra, por meio do recebimento de comissões, os dois últimos, *princing risk* e *marketing risk.* Ele funciona como um elo entre as companhias emissoras e o poupador.

## 3.1. Etapas do *underwriting*

Em primeiro lugar, realiza-se um estudo de viabilidade econômica da distribuição pública. Se constatada a sua viabilidade, monta-se a operação. Em seguida, promove-se o seu desenvolvimento por meio da convocação e realização da assembleia geral ou de reunião do conselho de administração, da obtenção dos registros perante a CVM, da elaboração do prospecto de venda e de outros documentos publicitários distribuídos ao público. Por fim, colocam-se os títulos no mercado (via de regra, essa etapa é realizada exclusivamente pelo *underwritter*)

## 3.2. Modalidades de *underwriting*

O *underwriting* pode ser firme ou *straight* ou com garantia de subscrição, ou ainda de melhor esforço ou *best efford* ou sem garantia de subscrição, ou ainda residual ou *stand by*.

No *underwriting straight* ou com garantia de subscrição, a instituição financeira assume o compromisso de subscrever a totalidade dos valores mobiliários para posterior revenda ao público. Neste caso, o *underwritter* assume o risco integral pela colocação, tornando-se titular dos valores mobiliários. Ele não poderá devolvê-los à companhia nem receber compensação para o caso de insucesso da colocação pública. Assim, a instituição pagará à companhia o preço da emissão para depois revender os títulos adquiridos no mercado.

No *underwriting* de melhor esforço ou *best efford* ou sem garantia de subscrição, o underwriter se compromete apenas a realizar seus melhores esforços para colocar os títulos. Ele não se obriga a adquiri-los na hipótese de insucesso da distribuição pública. Cuida-se, a rigor, de um simples contrato de distribuição de valores mobiliários, sem garantia.

Já no *underwriting* residual ou *stand by* ou com garantia de sobras, o *underwriter* assume a obrigação de adquirir as eventuais sobras na distribuição. Ele se inicia como um *underwriting* de melhor esforço, mas com garantia firme de aquisição das eventuais sobras.

Nada impede que sejam combinadas as modalidades de *underwriting* em uma mesma distribuição. Nesse caso, por exemplo, a companhia por acordar com a instituição financeira,

que parte dos títulos será distribuído por meio de *underwriting* firme e outra parte através de *underwriting* de melhor esforço.

### 3.2.1. Consórcio de underwriters

A operação de underwriting pode ser efetuada por uma única instituição financeira ou por um conjunto delas. Neste último caso, elas atuarão como um consórcio (Instrução CVM 400/2003, art. 34[17]). A formação de consórcio se justifica quando a colocação pública de valores mobiliários envolver montante expressivo. A duração desse consórcio ficará condicionada à execução da operação de underwriting.

As cláusulas relativas ao consórcio deverão ser formalizadas no próprio contrato de underwriting firmado entre as instituições intermediárias e o ofertante dos valores mobiliários que serão publicamente colocados, de acordo com o artigo 34, § 1º da Instrução CVM 400/2003. "Não há, portanto, um instrumento contratual de consórcio celebrado exclusivamente pelas consorciadas, apartado do contrato de underwriting".[18]

Não há necessariamente solidariedade entre os *underwriters* consorciados. O instrumento de constituição do consórcio deverá prever se eles obrigam-se solidariamente. Na falta dessa previsão, ela não haverá.

No contrato de distribuição deve ser indicada a instituição financeira que ocupará o papel de líder do consórcio. As obrigações da instituição líder estão prevista no artigo 37 da Instrução CVM 400/2003:

> Art. 37 - Ao líder da distribuição cabem as seguintes obrigações:
> I. avaliar, em conjunto com o ofertante, a viabilidade da distribuição, suas condições e o tipo de contrato de distribuição a ser celebrado;
> II. solicitar, juntamente com o ofertante, o registro de distribuição devidamente instruído, assessorando-o em todas as etapas da distribuição (art. 7º);

---

[17] Art. 34 - As Instituições Intermediárias poderão se organizar sob a forma de consórcio com o fim específico de distribuir os valores mobiliários no mercado e/ou garantir a subscrição da emissão.
§ 1º As cláusulas relativas ao consórcio deverão ser formalizadas no mesmo instrumento do contrato de distribuição, onde deverá constar a outorga de poderes de representação das Instituições Intermediárias consorciadas ao líder da distribuição e, se for o caso, as condições e os limites de coobrigação de cada instituição participante.
§ 2º À instituição que não celebrou o instrumento referido no "caput" será permitida a adesão através da celebração, com o líder da distribuição, do respectivo termo, até a data da obtenção do registro.
§ 3º Salvo disposição em contrário, a obrigação de cada uma das Instituições Intermediárias consorciadas de garantir a distribuição dos valores mobiliários no mercado, nos termos deste artigo, ficará, no mínimo, limitada ao montante do risco assumido no contrato, observadas as disposições do parágrafo único do art. 36.
[18] EIZIRIK at. al., 2008, p. 169

III. formar o consórcio de distribuição, se for o caso;

IV. informar à CVM, até a obtenção do registro, os participantes do consórcio, discriminando por tipo, espécie e classe a quantidade de valores mobiliários inicialmente atribuída a cada um;

V. comunicar imediatamente à CVM qualquer eventual alteração no contrato de distribuição, ou a sua rescisão;

VI. remeter mensalmente à CVM, no prazo de 15 (quinze) dias após o encerramento do mês, a partir da publicação do Anúncio de Início de Distribuição, relatório indicativo do movimento consolidado de distribuição de valores mobiliários, conforme modelo do Anexo VI;

VII. participar ativamente, em conjunto com o ofertante, na elaboração do Prospecto (art. 38) e na verificação da consistência, qualidade e suficiência das informações dele constantes, ficando responsável pelas informações prestadas nos termos do art. 56, § 1º;

VIII. publicar, quando exigido por esta Instrução, os avisos nela previstos;

IX. acompanhar e controlar o plano de distribuição da oferta;

X. controlar os boletins de subscrição ou os recibos de aquisição, devendo devolver ao ofertante os boletins ou os recibos não utilizados, se houver, no prazo máximo de 30 (trinta) dias após o encerramento da distribuição;

XI. suspender a distribuição na ocorrência de qualquer fato ou irregularidade, inclusive após a obtenção do registro, que venha a justificar a suspensão ou o cancelamento do registro;

XII. sem prejuízo do disposto no inciso XI, comunicar imediatamente a ocorrência do ato ou irregularidade ali mencionados à CVM, que verificará se a ocorrência do fato ou da irregularidade são sanáveis, nos termos do art. 19; e

XIII. guardar, por 5 (cinco) anos, à disposição da CVM, toda a documentação relativa ao processo de registro de distribuição pública e de elaboração do Prospecto.

### 3.3. Consulta sobre a viabilidade da oferta e coleta de intenções de investimento (bookbuilding)

Com vistas a reduzir os riscos da oferta pública, notadamente o *princing risk* e o *marketing risk*, a Instrução CVM 400/2003 regulamentou o procedimento de consulta sobre a viabilidade da oferta e o de coleta de intenções de investimento ou *bookbuilding*. A consulta sobre a viabilidade da oferta destina-se apenas a auxiliar o ofertante e o coordenador líder a analisarem a viabilidade da oferta, não se confundindo com o processo denominado de *bookbuilding*, o qual tem por finalidade servir de base para a fixação do preço da oferta. Destaca-se, a propósito, o que dispõem os artigos 43 e 44 da Instrução CVM 400/2003:

> Art. 43 - É permitida a consulta a potenciais investidores pelo ofertante e pela instituição líder da distribuição para apurar a viabilidade ou o interesse de uma eventual oferta pública de distribuição, devendo esta consulta não exceder de 20 investidores e ter critérios razoáveis para o controle da confidencialidade e do sigilo, caso já tenha havido a contratação prévia de instituição intermediária pelo ofertante.
>
> § 1º A consulta a potenciais investidores não poderá vincular as partes, sob pena de caracterizar distribuição irregular de valores mobiliários, sendo vedada a realização ou aceitação de ofertas, bem como o pagamento ou o recebimento de quaisquer valores, bens ou direitos de parte a parte.
>
> § 2º Durante a consulta a potenciais investidores, o ofertante e a instituição líder da distribuição deverão se acautelar com seus interlocutores, de que a intenção de realizar distribuição pública de valores mobiliários seja mantida em sigilo até a sua regular e ampla divulgação ao mercado, nos termos da Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002.
>
> § 3º O ofertante e a instituição líder da distribuição deverão manter lista detalhada com informações sobre as pessoas consultadas, a data e hora em que foram consultadas, bem como a sua resposta quanto à consulta.
>
> § 4º Caso seja efetivamente protocolado pedido de registro à CVM, o ofertante deverá apresentar, juntamente com os documentos listados no Anexo II, a lista mencionada no § 3º.
>
> Art. 44 - É permitida a coleta de intenções de investimento, com ou sem o recebimento de reservas, a partir da divulgação de Prospecto Preliminar e do protocolo do pedido de registro de distribuição na CVM.
>
> Parágrafo único. A intenção de realizar coleta de intenções de investimento deverá ser comunicada à CVM juntamente com o pedido de registro de distribuição realizado nos termos do art. 7º.

Portanto, no primeiro caso – na coleta de intenções de investimento – o ofertante e o *underwriter* buscam descobrir se os títulos que seriam alvo de oferta pública teriam aceitação pelo mercado. Eles, então, consultam potenciais investidores para saber se eles teriam interesse em adquirir aquele título.

Somente 20 (vinte) potenciais investidores poderão ser consultados. Além disso, nem a oferta apresentada, nem a opinião informada acerca dessa oferta vincularão as partes, sob pena de vir a ser caracterizada distribuição irregular de valores mobiliários. Como visto, essa consulta é uma simples pesquisa e nada mais.

Pelo *bookbuilding*, procura-se fixar o preço de lançamento do valor mobiliário. Já foi visto que existe o risco de que o preço de lançamento do valor mobiliário ou seja alto demais, afastando os potenciais interessados, ou baixo de mais, o que não interessaria ao emissor. Para reduzir esse risco, a CVM permite que consultem-se investidores para saber não só se eles têm interesse naquela oferta, como também quanto eles aceitariam pagar por aquele título.

Como durante esse processo, o *underwriter* poderá receber propostas de compra, e como o seu resultado poderá ser utilizado como critério para a fixação do preço de emissão, é

absolutamente indispensável que ele seja muito transparente. Isto porque como não existem parâmetros objetivos para a fixação do preço de emissão, esse processo está sujeito a manipulações. Por isso mesmo que o preço encontrado no processo poderá ser contestado. Além disso, o *underwriter* poderá ser responsabilizado por eventual manipulação ou falha na condução e conclusão desse processo de consulta.

## Conclusão

É absolutamente necessário, para viabilizar a atividade econômica, o capital. O apelo à poupança dos agentes superavitários é, sobretudo para grandes empreitadas, o principal instrumento para a formação do capital necessário à empresa.

Além de ser um importante instrumento de financiamento para a atividade negocial, o mercado de capitais também permite a circulação de riqueza e a participação das famílias no processo de produção. Em outras palavras, o público pode ter acesso à formação do capital que redundará em um grande empreendimento empresarial, sem que, para isso, o Estado tenha de intervir diretamente.

Como a atividade econômica possui riscos, a oferta de valores mobiliários, cujos subscritores assumirão ao menos parte desse risco, deve ser cercada de alguns cuidados. Daí a existência de normas que disciplinam esse processo de oferta pública de valores mobiliários.

O prospecto é o principal documento dessa oferta pública. É por meio dele que a companhia se apresenta ao mercado e indica as características não só de sua atividade, como dos valores mobiliários oferecidos. Evidentemente, esse prospecto deve ser elaborado com bastante atenção, observados todos os requisitos legais.

Além da elaboração cuidadosa do prospecto, a companhia ofertante deve ser auxiliada por uma instituição financeira, o *underwriter*. Essa instituição financeira além de auxiliar a sociedade que oferta valores mobiliários ao público, também poderá assumir certos riscos inerentes a essa operação. Daí a existência de modalidades de *underwriting*.

Em razão do grande risco envolvido, poderá haver mais de um *underwriter*. Nesse caso, eles se organizarão em consórcio. O contrato de *underwriting* tratará das obrigações de cada consorciado, podendo, inclusive, prever solidariedade entre eles.

A CVM disciplinou processos de consulta sobre a viabilidade da oferta e de coleta de intenções de investimento (*bookbuilding*). O primeiro visa a prevenir o ofertante sobre o risco de o valor mobiliário não ter aceitação pelo mercado. Consultam-se alguns potenciais investidores – no máximo 20 (vinte) investidores poderão ser consultados – para saber se eles subscreveriam o valor mobiliário a ser ofertado. Já o segundo, tem por finalidade descobrir o preço que o mercado pagaria pelo valor mobiliários, prevenindo o ofertante do *pricing risk.*

A par dessas considerações, o processo de oferta pública de valores mobiliários é um grande instrumento de crescimento da atividade econômica e também, é possível dizer, de melhoria das condições sociais, notadamente porque permite, sem nenhum outro requisito social, a não ser a existência de recursos poupados, a participação de todas as famílias na formação do capital de grandes empreendimentos empresariais.

## REFERÊNCIAS


BORBA, José Edwaldo Tavares. *Das debêntures*, Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

_____. *Direito societário*, Rio de Janeiro: Renovar, 2004.

BRASIL. Instrução CVM 202, 1993.

_____. Instrução CVM 265, 1997.

_____. Instrução CVM 400, 2003.

_____. Instrução CVM 404, 2004.

_____. Instrução CVM 471, 2008.

_____. Lei 6.385, de 1976.

_____. Lei 6.404, de 1976.

CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A Nova Lei das S/A*, São Paulo: Saraiva, 2002.

COMPARATO, Fábio Konder, *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, 3ª ed. rev. e atual., Rio de Janeiro: Revista dos Tribunais, 1983.

EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*, v. I. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – regime jurídico, Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

NUSDEO, Fábio. *Curso de economia: introdução ao direito econômico*, 5ª edição, São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2008.

PAPINI, Roberto. *Sociedade Anônima e Mercado de Valores Mobiliário*, 4ª edição, São Paulo, Forense Jurídica.

QUEIROZ, José Eduardo Carneiro. Valor mobiliário, oferta pública e oferta privada: conceitos para o desenvolvimento do mercado de capitais *in Direito Empresarial: mercado de capitais*, v. 8, Arnoldo Wald (organizador), São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2011.

SANTANA, Maria Helena dos Santos Fernandes; GUIMARÃES, Juliana Paiva. Marcado de valores mobiliários: evolução recente e tendências *in Direito Empresarial: mercado de capitais*, v. 8, Arnoldo Wald (organizador), São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2011.