

**REVISTA SEMESTRAL DE  
DIREITO EMPRESARIAL**

**Nº 37**

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho  
da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro

Rio de Janeiro  
**Julho / Dezembro de 2025**



Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro

**EDITORES:** Sérgio Campinho (Graduação, UERJ, Brasil) e Mauricio Moreira Menezes (Doutor, UERJ, Brasil).

**CONSELHO EDITORIAL:** Alexandre Ferreira de Assumpção Alves (Doutor, UERJ, Brasil), Ana Frazão (Doutora, UNB, Brasil), António José Avelãs Nunes (Doutor, Universidade de Coimbra, Portugal), Carmen Tiburcio (Doutora, UERJ, Brasil), Fábio Ulhoa Coelho (Doutor, PUC-SP, Brasil), Jean E. Kalicki (Doutor, Georgetown University Law School, Estados Unidos), John H. Rooney Jr. (Doutor, University of Miami Law School, Estados Unidos), Jorge Manuel Coutinho de Abreu (Doutor, Universidade de Coimbra, Portugal), Luiz Edson Fachin (Doutor, UFPR, Brasil), Marie-Hélène Monsérié-Bom (Doutora, Université Paris 2 Panthéon-Assas, França), Paulo Fernando Campos Salles de Toledo (Doutor, USP, Brasil), Peter-Christian Müller-Graff (Doutor, Ruprecht-Karls Universität Heidelberg, Alemanha) e Werner Ebke (Doutor, Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg, Alemanha).

**CONSELHO EXECUTIVO:** Carlos Martins Neto (Doutor, UERJ, Brasil) e Mariana Pinto (Doutora, UERJ, Brasil) - Coordenadores. Daniela da Costa Fernandes (Mestrado em Andamento, UERJ, Brasil) Guilherme Vinseiro Martins (Doutor, UFMG, Brasil), Leonardo da Silva Sant'Anna (Doutor, FIOCRUZ, Brasil), Livia Ximenes Damasceno (Mestre, Centro Universitário Christus, Brasil), Mariana Campinho (Mestre, Columbia Law School, Estados Unidos), Mariana Pereira (Pós-graduada, UERJ, Brasil), Mauro Teixeira de Faria (Doutor, UERJ, Brasil), e Rodrigo Cavalcante Moreira (Mestre, UERJ, Brasil).

**PARECERISTAS DESTE NÚMERO:** Caroline da Rosa Pinheiro (Doutora, IFRJ, Brasil), Carlos Eduardo Koller (Doutor, PUC-PR, Brasil), Erika Ferraz (Mestre, USP, Brasil), Felipe Albuquerque (Doutor, UERJ, Brasil), Gerson Luiz Carlos Branco (Doutor, UFRGS, Brasil), Giselle Welsch (Doutora, IDP-PR, Brasil), Karlo Fonseca Tinoco (Doutor, PUC-PR, Brasil), Raphaela Magnino Rosa Portilho (Doutora, UERJ, Brasil), Thalita Almeida (Doutora, UERJ, Brasil), Vitor Willcox (Doutor, UERJ, Brasil) e Vitoria Neffa (Mestre, USP, Brasil).

Contato: Av. Rio Branco, nº 151, grupo 801, Centro – Rio de Janeiro-RJ. CEP: 20.040-006. E-mail: rsde@rsde.com.br ou conselho.executivo@rsde.com.br. Telefone (21) 3479-6100.

**PATROCINADORES:**



ISSN 1983-5264

CIP-Brasil. Catalogação-na-fonte  
Sindicato Nacional dos Editores de Livros, RJ.

---

Revista semestral de direito empresarial. — n° 37 (julho/dezembro 2025)  
. — Rio de Janeiro: Renovar, 2007-.

v.

UERJ  
Campinho Advogados  
Moreira Menezes, Martins Advogados

Semestral

1. Direito — Periódicos brasileiros e estrangeiros.

94-1416.

CDU — 236(104)

---



Obra Licenciada em Creative Commons  
Atribuição - Uso Não Comercial - Compartilhamento  
pela mesma Licença

# NOTAS SOBRE OFERTA PÚBLICA DE VALORES MOBILIÁRIOS E SEUS ATOS DE DISTRIBUIÇÃO<sup>1</sup>

## NOTES ON PUBLIC OFFERINGS OF SECURITIES AND THEIR DISTRIBUTION ACTS

*Daniel Coachman Kolouboff\**

*Resumo:* O artigo analisa os conceitos e implicações regulatórias da oferta pública de valores mobiliários no Brasil, com ênfase nos atos de distribuição e nas normas da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). O autor objetiva elucidar os elementos que caracterizam uma oferta como pública e os riscos associados a uma definição excessivamente ampla, que pode desestimular o mercado. Por meio de revisão normativa e doutrinária, examina a evolução histórica da legislação, desde a Lei nº 6.385/76 até a Resolução CVM nº 160/22, comparando esta com a revogada Instrução CVM nº 400/03. A metodologia utilizada fundamenta-se na análise documental e interpretativa das normas e julgamentos da CVM. O estudo evidencia que, embora a regulamentação atual priorize critérios objetivos - como a disseminação de comunicações com potencial de alcançar diversos destinatários -, persiste a indefinição conceitual sobre o que constitui uma oferta pública. Conclui que a Resolução CVM nº 160/22 trouxe avanços ao sistematizar hipóteses de dispensa de registro, mas falha em garantir segurança jurídica plena, ao substituir critérios subjetivos relevantes, como a individualização do investidor, por uma abordagem mais ampla e, por vezes, ambígua.

---

1 Artigo recebido em: 08.10.2025 e aceito em: 23.03.2026.

\* Assessor no Colegiado da CVM. Mestrando em Economia e Finanças pela FGV. Pós-graduando em Advocacia Empresarial pela UERJ. Advogado. Bacharel em Direito pela Faculdade Nacional de Direito - UFRJ. E-mail: danielc.k99@gmail.com.

*Palavras-chave:* Oferta Pública. Ato de Distribuição. Resolução CVM nº 160. Instrução CVM nº 400. Regulação de Mercado.

*Abstract:* This article analyzes the concepts and regulatory implications of public offerings of securities in Brazil, with emphasis on distribution acts and the rules issued by the Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM). The author aims to clarify the elements that characterize a public offering and the risks associated with an overly broad definition, which may discourage market activity. Through a normative and doctrinal review, the study examines the historical evolution of legislation, from Law No. 6,385/76 to CVM Resolution No. 160/22, comparing it with the repealed CVM Instruction nº 400/03. The methodology is based on documentary and interpretative analysis of regulations and CVM guidance. The findings reveal that, although the current framework prioritizes objective criteria - such as the dissemination of communications capable of reaching multiple recipients - the concept of public offering remains open-ended. The article concludes that Resolution CVM nº 160/22 made progress by listing cases exempt from registration, yet it fails to ensure full legal certainty by replacing relevant subjective criteria, such as investor identification, with a broader and sometimes ambiguous approach.

*Keywords:* Public Offering. Distribution Act. CVM Resolution nº. 160. CVM Instruction nº 400. Market Regulation.

*Sumário:* Introdução. 1. Evolução Histórico Normativa. 1.1. Lei 6.385/76 e Lei 6.404/76. 1.2. Instrução CVM nº 400/03, Parecer de Orientação CVM nº 32 e 33. 1.3. Resolução CVM nº 160/22. 2. Oferta Pública x Privada. 2.1. Características das Ofertas Públicas. 3. Atos de Distribuição Pública. 3.1. Caso Eike. 3.2. Caso GPX. 3.3. Caso Objetiva e Caso Unick. 3.4. Caso Avestruz Master. 4. Conclusão.

## Introdução.

O tema aqui proposto remonta ao ano de 1602, quando a então recém fundada *Vereenigde Oost-Indische Compagnie* (“VOC”) obteve da Holanda o direito de explorar o comércio na Ásia pelo período de 21 anos. Apesar de a VOC corresponder a junção de 6 companhias navais de exploração de comércio e contar com o apoio estatal, a empreitada ainda era de alto risco, afinal, desde o século XV, Portugal detinha um monopólio sobre a exploração comercial naval, e as viagens já eram, por si só, extremamente perigosas, logo, sendo necessário um amplo aporte de capital para que houvesse alguma chance de sucesso.

Para tanto, a companhia recorreu a um método inovador para a época, e o mesmo documento que garantiu o direito de exploração da VOC, também permitia e convidava membros do público em geral de adquirir as ações da companhia<sup>2</sup>. Assim, a VOC recorreu à poupança popular para financiar sua empreitada por meio da distribuição pública de suas ações em seis cidades holandesas, o que se mostrou um enorme sucesso pois captaram um total de 6.429.588 florins holandeses, equivalentes, atualmente, a 100 milhões de euros.<sup>3-4</sup> Ou seja, essa iniciativa não apenas permitiu que investidores compras-

---

2 “*Alle ingezetenen van deze Landen zullen mogen in deze Compagnie participeren met zoo weinig ende veel penningen, als bet hen gelieven zal: dan of bet gebeurde, dat 'er meer penningen waren aangeboden ofte gepresenteert, dan de navigatie wel zoude vereischen, zullen die gene, die in de Compagnie hebben meer als 30000 gulden, moeten na rato ende proportie hun capitaal minderen, omme anderen plaats te geven.*”

Tradução livre:

Todos os habitantes destes países poderão participar desta Companhia com tanto ou pouco dinheiro quanto desejarem: se acontecer de ser oferecido ou apresentado mais dinheiro do que a navegação exigiria, aqueles que tiverem mais de 30.000 florins na Companhia, terão que reduzir seu capital em proporção e razão, para dar lugar a outros.

3 Segundo o Instituto Internacional de História Social de Amsterdã (ver <http://www.iisg.nl/hpw/calculate.php>), esse valor de subscrição equivaleria a quase 100 milhões de euros hoje.

4 PETRAM, L. O. *The world's first stock exchange: how the Amsterdam market for Dutch East India Company shares became a modern securities market*, 1602-1700. Eigen Beheer, 2021.

sem participação na companhia, mas também estabeleceu as bases para o que hoje conhecemos como mercado de ações com o desenvolvimento do mercado secundário.<sup>5</sup>

O resultado, a seu turno, também se mostrou favorável. A VOC conseguiu se estabelecer nos principais pontos comerciais de especiarias na Ásia antes dos ingleses, que, após alguns confrontos derrotados, se viram forçados voltar seu foco no comércio de tecido na Índia (ainda que este tivesse se provado como mais lucrativo que as especiarias).<sup>6</sup>

Assim, a oferta pública da VOC não apenas ilustra os primórdios das emissões de ações, mas também destaca a relevância dos atos de distribuição que se tornaram fundamentais para o próprio curso da história.

Contudo, embora fundamentais, atualmente é necessário que se atendam a uma série de regras para que essas emissões de valores mobiliários possam alcançar a poupança popular por meio dos chamados “atos de distribuição pública”. Essas regras fazem-se necessárias devido a adoção do princípio *full and fair disclosure*, que pressupõe uma proteção aos investidores ao garantir que haverá a disponibilização de uma quantidade mínima de informações que permitam uma tomada de decisões consciente. Além disso, como bem aponta Luiz Antônio de Sampaio Campos, inclui-se, ainda, uma derivação do princípio romano do *caveat emptor*, traduzido na ideia de que para que o comprador possa se acautelar devidamente, o ofertante do valor mobiliário deverá contar toda verdade do que há de relevante a seu respeito ao público em geral, de forma a que esse público possa tomar a sua decisão de investimento consciente da situação do ofertante e das informações que ele tinha a prestar<sup>7</sup>. Em linha, consta no Parecer de Orientação CVM nº 40 que:

---

5 *Ibidem*.

6 MAGNUSON, William. *For Profit: a History of Corporations*. Nova York: Basic Books, 1ª ed., novembro, 2022. p. 81.

7 CVM. Inquérito Administrativo nº RJ2001/6094. Relator: Diretor Luiz Antônio de Sampaio Campos. Julgado em: 13 dez. 2001.

Não cabe à CVM interferir no exame de mérito das oportunidades de investimento oferecidas ao público em geral, por exemplo, mediante a seleção prévia daquelas julgadas mais promissoras, seguras ou merecedoras de outros atributos elogiosos. Em vez disso, compete à CVM proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado, bem como assegurar o acesso do público a informações corretas, claras e completas sobre os valores mobiliários negociados, disponíveis a todos igualmente.

[...]

Para essa finalidade, a transparência deve ser um compromisso de emissores e, para além deles, na medida do possível, deve também ser buscada e valorizada por todos os integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários nas suas respectivas atividades.<sup>8</sup>

Como exposto, não cabe ao regulador definir quais ativos são bons ou ruins e quais podem ou não ser vendidos, mas sim fazer com que um completo e adequado volume de informações chegue àqueles que são convidados a comprar valores mobiliários<sup>9</sup>. E a forma pela qual se busca garantir o amplo acesso dessas informações é por meio da determinação da necessidade de registro para que o regulador possa avaliar se o conjunto de informações prestadas é suficiente - portanto, sem adentrar no mérito de as informações serem boas ou ruins.

---

8 CVM. Parecer de Orientação nº 40, de 11 de outubro de 2021. Dispõe sobre normas e procedimentos para o reconhecimento e divulgação de informações ESG no mercado de capitais brasileiro. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare040.html>. Acesso em: 10 mai. 2026.

9 LOSS, Louis. O papel do governo na proteção dos investidores. *RAE-Revista de Administração de Empresas*, v. 26, n. 2, p. 51-60, 1986.

Contudo, o procedimento para obter o mencionado registro é, por certo, mais rígido e custoso do que seria uma oferta privada de valores mobiliários<sup>10</sup>. Assim, um conceito de oferta pública demasiadamente amplo pode limitar o potencial do mercado, pois agentes privados ficariam receosos de que mesmo ofertas de baixo potencial de dano ao mercado poderiam estar sujeitas ao registro na visão do regulador, pois estariam sujeitos à sanções administrativas e penais pela infração de oferta irregular.

Logo, este trabalho visa estudar o que constitui um ato de distribuição pública e as normas brasileiras que os acompanham.

## **1. Evolução Histórico Normativo.**

### **1.1. Lei 6.385/76 e Lei 6.404/76.**

Com a edição da Lei 6.385 em 1976, o normativo, além de criar a Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), atribuiu suas respectivas competências. Dentre elas, a função de expedir normas para a emissão pública de valores mobiliários. Em paralelo, conforme constava no parágrafo único da art. 4º da Lei 6.404/76 (depois alterado para §1º pela Lei 10.303/01), nenhuma oferta pública de valores mobiliários pode ser realizada sem prévio registro na CVM.

O §1º do art. 19 da Lei 6.385, a seu turno, dispõe que são atos de distribuição pública, sujeitos à norma do dispositivo, a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários, quando os pratiquem a companhia emissora, seus fundadores ou as pessoas a ela equiparadas. Segundo a Exposição de Motivos da Lei 6.385,

---

10 YAZBEK, Otávio. *Em Busca de um Regime para os Private Placements no Brasil – Ofertas Públicas, Ofertas Privadas e Ofertas Públicas Distribuídas com Esforços Restritos*. In: BOTREL, Sérgio. BARBOSA, Henrique (Coord.). *Finanças Corporativas: Aspectos Jurídicos e Estratégicos*. São Paulo: Atlas, 2016. p. 176.

é objetivo do art. 19, “*obrigar a companhia emissora a revelar ao mercado fatos relativos a sua situação econômica e financeira, possibilitando aos investidores uma avaliação correta dos títulos oferecidos*”.

Ainda nos termos da Exposição de Motivos, “[*n*]ão 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”.

Em seguida, os incisos do §3º listam exemplos de características de emissão pública, são eles, (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; e (iii) a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, ou com a utilização dos serviços públicos de comunicação. Diz-se que são exemplificativos pois o inciso I do §5º determina como competência da CVM definir outras situações que configurem emissão pública.

Observa-se, dessa forma, que oferta pública se constitui como uma série de circunstâncias que, mesmo sem intenção (ou até mesmo se previsto em contrário<sup>11</sup>), podem vir a configurá-la.<sup>12</sup>

Há, portanto, um tipo aberto sobre o conceito de “oferta pública” e “atos de distribuição pública” que não são definidos de forma peremptória sobre o que se tratam. Destaco, nesse sentido, um trecho de voto do Diretor Gustavo Gonzalez sobre a matéria:

---

11 À exemplo, no âmbito do PAS CVM nº 19957.007963/2020-15, o Colegiado da CVM entendeu haver oferta pública de debêntures da Fenice com base nos atos de distribuição empregados, ainda que a escritura da emissão dispusesse que seria uma oferta privada e o representante de emissora tenha alegado se tratar de uma oferta de esforços restritos. CVM. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.007963/2020-15. Relator: Diretor João Accioly. Julgado em: 10 set. 2024.

12 KOLOUBOFF, Daniel Coachman. O panorama da regulamentação de criptomoedas no Brasil. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, v. 105, ano 27. p. 20, jul./set. 2024.

3. Os conceitos de valor mobiliário e de oferta pública previstos na Lei nº 6.385/1976 têm caráter instrumental – não são fins em si mesmos e servem, sobretudo, para identificar operações que devem estar sujeitas à regulação mobiliária e, mais especificamente, à supervisão da CVM. São, em essência, critérios para identificar ativos e negócios que devem necessariamente estar sujeitos a um regime jurídico específico: o direito dos valores mobiliários.<sup>13</sup>

## **1.2. Instrução CVM 400/03 e Pareceres de Orientação CVM nº 32 e 33 de 2005.**

Com a popularização da internet no início dos anos 2000, tornou-se necessária uma atualização da listagem de caracterizadores da oferta pública, pelo que se editou, portanto, a Instrução CVM nº 400/2003<sup>14</sup> (“ICVM 400”). Fazendo jus à sua competência, a CVM, por meio do art. 3º da norma, buscou conceituar oferta pública e basicamente replicou em seu caput o §1º do art. 19 da Lei 6.385, porém, atribuiu a necessidade de constar algum dos elementos listados nos incisos, que se assemelham em grande parte aos da lei. Em suma, houve algumas adaptações no inciso II<sup>15</sup> e a inclusão do inciso IV,<sup>16</sup>

---

13 CVM. Processos Administrativos nº 19957.007194/2017-50 e nº 19957.007197/2017-93. Relator: Diretor João Accioly. Julgados em: 9 jul. 2024.

14 Antes da referida Instrução, havia ainda a Instrução CVM nº 296/98 que tratava da emissão pública de Contratos de Investimento Coletivo, e a Instrução CVM nº 9/80 que possuía alguns dispositivos sobre, porém nenhum deles inovava o que já trazia a Lei 6.385/76.

15 “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;”

justamente no objetivo de contemplar as inovações tecnológicas da época.

Além disso, no ano de 2005 a foi divulgado o Parecer de Orientação CVM nº 32 que dispôs acerca do uso da Internet em ofertas de valores mobiliários. Segundo o parecer, o uso da Internet como meio para divulgar a oferta de valores mobiliários caracteriza tal oferta, via de regra, como pública, nos termos do inciso III do § 3º do art. 19 da Lei 6.385, uma vez que a Internet permite o acesso indiscriminado às informações divulgadas por seu intermédio.<sup>17</sup>

Conjuntamente, foi divulgado ainda o Parecer de Orientação CVM nº 33 e um de seus objetivos era explicitar o entendimento da CVM relativo à caracterização de uma oferta de valores mobiliários como pública no Brasil quando a emissora dos valores mobiliários está localizada em outra jurisdição. Segundo o parecer, para que uma oferta de distribuição de valores mobiliários emitidos no exterior se caracterize como pública no Brasil é necessário que seja utilizado um dos meios de comunicação previstos no art. 19, §3º da Lei 6.385, além disso, não basta a utilização do meio de comunicação elencado no dispositivo citado, mas que esse meio de comunicação seja utilizado com o propósito de atingir o público em geral residente no Brasil. A definição de público em geral utilizada no parecer era a mesma do art. 3º, §1º da ICVM 400 (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). Por fim, em linha com o Parecer de Orientação nº 32, o nº 33 esclarece que também pode caracterizar

---

16 “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 subscricção ou alienação de valores mobiliários.”

17 Para um aprofundamento maior na discussão entre uma possível assincronia entre a ICVM 400/03 e o Parecer de Orientação nº 32/05, faça a mesma referência da nota de rodapé 9.

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

Desses instrumentos, denota-se, portanto, que para se considerar uma oferta como pública, ela depende dos atos de distribuição utilizados na emissão, sendo necessário haver ao menos um daqueles listados nos incisos I a IV da ICVM 400. No entanto, faz-se necessário uma ressalva em relação a essa aplicabilidade bem apontada pelo professor Nelson Eizirik nos seguintes termos:

[A] caracterização de determinada oferta como pública deve levar em conta outros fatores, e não apenas a presença dos meios objetivos mencionados na Lei 6.385/1976 e na Instrução CVM nº 400/2003. Com efeito, a interpretação literal de tais dispositivos poderia levar a situações absurdas, como seria o caso de se considerar como colocação pública uma operação de compra e venda de ações realizadas entre dois particulares, apenas porque ela foi concretizada no escritório, aberto ao público, de uma instituição financeira. [...]

Conforme anteriormente referido, a oferta pública caracteriza-se, em síntese, por ser dirigida à generalidade de indivíduos, ou seja, por ser direcionada a pessoas indeterminadas, não individualizadas.<sup>18</sup>

Não há, porém, qualquer tentativa de conceituação definitiva acerca de oferta pública ou até mesmo o que seria seu antônimo que poderia trazer uma resposta.<sup>19</sup> Contudo, com fulcro no §1º do art. 3º

---

18 EIZIRIK, Nelson et al. *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*. 4ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 216-217.

da ICVM 400,<sup>20</sup> era possível inferir com base na ressalva do dispositivo que uma oferta privada era aquela direcionada para um grupo de pessoas que mantenha relação prévia, podendo ser comercial, creditícia, societária ou trabalhista com a emissora.<sup>21</sup>

### 1.3. Resolução CVM nº 160/22.

Transcorridos quase 17 anos dessa última manifestação, foi-se editada a Resolução CVM 160, de 13 de julho de 2022 (“RCVM 160”), que revogou a ICVM 400 e atualmente regula as distribuições públicas de valores mobiliários.

A RCVM 160, por meio do caput do art. 3º, conceituou o que trata uma oferta pública de forma mais detalhada do que a Lei 6.385 e, diferentemente da ICVM 400, não limitou sua configuração a presença de elementos específicos, pois os incisos que compõem o §1º do dispositivo são manifestadamente exemplificativos.<sup>22</sup>

---

19 EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Vol. 1 – 3ª ed. – Artigos 1º a 79. São Paulo: Quartier Latin, 2021. p. 73.

20 “§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.”

21 EIZIRIK, Nelson *et al.* *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*. 4ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 220.

22 Íntegra do dispositivo:

Art. 3º Configura oferta pública de distribuição o ato de comunicação oriundo do ofertante, do emissor, quando este não for o ofertante, ou ainda de quaisquer pessoas naturais ou jurídicas, integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários, atuando em nome do emissor, do ofertante ou das instituições intermediárias, disseminado por qualquer meio ou forma que permita o alcance de diversos destinatários, e cujo conteúdo e contexto representem tentativa de despertar o interesse ou prospectar investidores para a realização de investimento em determinados valores mobiliários, ressalvado o disposto no art. 8º.

§ 1º Sem prejuízo de outros atos que se enquadrem no *caput*, são exemplos que caracterizam uma oferta como pública:

I – a utilização de material publicitário dirigido ao público investidor em geral;

ICVM400	RCVM160
<p>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: [...]</p> <p>§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.</p>	<p>Art. 3º Configura oferta pública de distribuição o ato de comunicação oriundo do ofertante, do emissor, quando este não for o ofertante, ou ainda de quaisquer pessoas naturais ou jurídicas, integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários, atuando em nome do emissor, do ofertante ou das instituições intermediárias, disseminado por qualquer meio ou forma que permita o alcance de diversos destinatários, e cujo conteúdo e contexto representem tentativa de despertar o interesse ou prospectar investidores para a realização de investimento em determinados valores mobiliários, ressalvado o disposto no art. 8º.</p> <p>§ 1º Sem prejuízo de outros atos que se enquadrem no caput, são exemplos que caracterizam uma oferta como pública: [...]</p>

Depreende-se, do caput do art. 3º, que para uma oferta ser considerada como pública, é necessário haver atos de distribuição com duas características, (i) a disseminação por qualquer meio ou forma que permita o alcance de diversos destinatários, e (ii) cujo con-

---

II – a procura, no todo ou em parte, de investidores indeterminados para os valores mobiliários, por meio de quaisquer pessoas naturais ou jurídicas, integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários, atuando em nome do emissor, do ofertante ou das instituições participantes do consórcio de distribuição;

III – a consulta sobre a viabilidade da oferta ou a coleta de intenções de investimento junto a potenciais subscritores ou adquirentes indeterminados, ressalvada a hipótese prevista no art. 6º;

IV – a negociação feita em loja, escritório, estabelecimento aberto ao público, página na rede mundial de computadores, rede social ou aplicativo, destinada, no todo ou em parte, a subscritores ou adquirentes indeterminados; e

V – a prática de quaisquer atos descritos nos incisos II a IV, ainda que os destinatários da comunicação sejam individualmente identificados, quando resultante de comunicação padronizada e massificada.

§ 2º É considerada pública a oferta que venha a obter registro junto à CVM nos termos desta Resolução.

§ 3º Os princípios, requisitos, permissões e vedações relativos aos atos de comunicação sobre uma oferta, os valores mobiliários, o emissor e o ofertante estão elencados no Capítulo III desta norma.

teúdo e contexto representem tentativa de despertar o interesse ou prospectar investidores para a realização de investimento em determinados valores mobiliários.

No entanto, o conceito de oferta pública permanece aberto, sem oferecer uma distinção específica para tal, mas sim uma enumeração de eventos que, uma vez constatados, podem caracterizar o lançamento de uma oferta pública.<sup>23</sup>

## **2. Oferta Pública X Oferta Privada.**

Como já adiantado, segundo a RCVM 160, a oferta pública se caracteriza pela presença de atos de distribuição com duas características, (i) a disseminação por qualquer meio ou forma que permita o alcance de diversos destinatários, e (ii) cujo conteúdo e contexto representem tentativa de despertar o interesse ou prospectar investidores para a realização de investimento em determinados valores mobiliários.

A primeira diferenciação relevante acerca das ofertas privadas trata do fato de que as emissões privadas independem de captação pública, logo não atraem a competência da CVM. No entanto, não há conceituação específica em lei sobre o que se tratam, o que torna particularmente desafiador delinear os contornos que distinguem as ofertas privadas das públicas. Até a revogação da ICVM 400, era possível inferir com base no art. 3º, §1º, como aquela direcionada para um grupo de pessoas que mantenha relação prévia, podendo ser comercial, creditícia, societária ou trabalhista com a emissora. Entretanto, apesar de diversos comentários de participantes do mercado pedindo pela manutenção do conceito, o dispositivo em questão não foi replicado na vigente RCVM 160, e o Relatório da Audiência Pública trouxe as seguintes razões para tanto:

---

23 PARENTE, Norma Jonssen. *Mercado de Capitais*. In: CARVALHOSA. Modesto (Coord.). *Tratado de Direito Empresarial*, v. 6. São Paulo: Thomson Reuters, 2022. p. 568-567.

A busca por investidores indeterminados é condição suficiente, mas não necessária, na caracterização de uma oferta como pública. Neste sentido, a depender de outros fatores, uma oferta pode ser considerada pública mesmo que dirigida a um conjunto de investidores determinados – por exemplo, nos casos em que um elevado número de investidores é objeto do esforço de venda e a relação entre esses investidores é tênue ou circunstancial, decorrente apenas do fato de formarem a base de clientes de um mesmo intermediário.

Ademais, conforme já mencionado, a tentativa de enumerar espécies de relacionamento prévio entre o ofertante e os investidores, a fim de estabelecer que se trata de um público determinado e com isso afastar a caracterização de oferta pública, dá margem a mais dúvidas do que é capaz de sanar. Afinal, nem toda relação prévia comercial, creditícia, trabalhista ou de qualquer outra natureza é bastante para afastar, isoladamente e em qualquer caso, o caráter público de determinada oferta. Uma oferta não deixa de ser pública apenas por limitar o tipo de investidor que dela pode participar, como, inclusive, a CVM já se posicionou sobre a matéria em diversas decisões, que continuam sendo balizadores importantes para a compreensão da questão.<sup>24</sup>

Segundo o edital da Audiência Pública, apesar da remoção do conceito, foi criada uma seção sobre ofertas não sujeitas à regulamentação que enumeraria diversas situações que poderiam causar dúvidas sobre a necessidade ou não de registro junto à CVM e ficariam expressamente dispensadas de tal registro, constituindo, assim, um “*safe harbor*”.

---

24 Relatório de Audiência Pública SDM 02/21.

Nesse sentido, o conjunto de hipótese de *safe harbor* consiste em situações fáticas em que a oferta de valores mobiliários seria presumidamente privada, segundo a interpretação da CVM, e se mostraria benéfica para os agentes do mercado - que muitas vezes recorrem ao regime das ofertas públicas por terem dúvidas sobre o adequado enquadramento da oferta – pois poderiam realizar ofertas privadas de forma segura e menos onerosa, uma vez que deixariam de incorrer, nas situações reconhecidas pela CVM, nos custos e nos riscos legais associados às ofertas públicas de valores mobiliários.<sup>25</sup>

Contudo, é insuficiente a solução regulatória trazida para a segurança jurídica necessária para o tema. De fato, a inclusão da seção soluciona algumas situações, mas não trata de outra infinidade de situações, motivo pelo qual o conceito aberto antes trazido, ainda que passível de críticas e sujeito a aprimoramentos, garantia maior segurança jurídica do que o modelo atual. Além disso, o “*safe harbor*” apontado pelo edital é demasiadamente específico quando comparado aos adotados em outros países com critérios objetivos de (des)caracterização de oferta pública,<sup>26</sup> o que, em parte, inutiliza a medida.

---

25 CVM. Processo nº 19957.003689/2017-18. Relator: Diretor Pablo Renteria. Decidido em: 30 out. 2018. Outro benefício apontado pelo diretor no caso em questão foi o fato de que tal medida ajudaria a CVM na fiscalização das ofertas privadas que são realizadas como se fossem públicas para atingir fins ilícitos pelo fato de que a realização de uma oferta pública em uma das situações de *safe harbor* previstas na regulamentação tornaria mais fácil o escrutínio dos objetivos que motivaram a adoção da forma pública de distribuição dos valores mobiliários.

26 Na Inglaterra, por exemplo, é estabelecido que não existe oferta pública (i) se os valores mobiliários forem oferecidos a no máximo 100 pessoas que não sejam investidores qualificados; (ii) se a oferta é dirigida apenas a investidores qualificados; e (iii) quando a contraprestação total para os valores mobiliários oferecidos não excede a 100.000 euros. Já no EUA, é isenta de registro perante a SEC qualquer oferta de valores mobiliários em que o número de aquisições realizadas por investidores não qualificados seja inferior a 35, desde que a companhia não se utilize de meios de divulgação ao público em geral.

EIZIRIK, Nelson *et al.* *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*. 4ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 210 e 214.

## 2.1. Características das Ofertas Públicas.

Apesar de não estar diretamente previsto em lei, há uma construção doutrinária de que seria possível reunir critérios objetivos e subjetivos capazes de caracterizar uma oferta como pública. Segundo leciona Norma Parente,

Os critérios objetivos dizem respeito aos meios pelos quais a oferta é realizada, ou seja, levam em conta apenas o conjunto de atos realizados pelo ofertante no processo de lançamento da oferta. Os critérios subjetivos, por outro lado, tratam do alcance da oferta e da qualificação de seus destinatários, a fim de garantir que estes terão informações disponíveis suficientes para fundamentar sua decisão de aderir ou não à oferta.

Nesse contexto, é de entendimento de parte da doutrina que, para caracterizar uma oferta como pública, privilegia-se a presença dos critérios subjetivos, isto é, se há uma indeterminação dos destinatários, a qualificação dos investidores e a disposição das informações necessárias a uma decisão consciente de investimento.<sup>27</sup> O que não significa, todavia, que os critérios objetivos devam ser ignorados, mas apenas que eles não podem ser considerados isoladamente. Dessa forma, para essa corrente, a caracterização da oferta como pública pode ser descartada nas hipóteses em que (i) forem comprovados a capacidade e conhecimento dos destinatários para tomar, de maneira fundamentada, a decisão de aderir ou não à oferta; e/ou (ii) caso a oferta seja dirigida a um número certo de destinatários que mantenham relações estreitas e habituais com a emissora, tais como sócios, empregados e investidores usuais, não será considerada dirigida ao público em geral.<sup>28</sup>

---

27 EIZIRIK, Nelson. Caracterização jurídica da emissão pública de valores mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 83, p. 55-61, jul./set. 1991; PARENTE, Norma Jonssen. Mercado de capitais. In: CARVALHOSA, Modesto (Coord.). *Tratado de Direito Empresarial*. v. 6. São Paulo: Thomson Reuters, 2022. p. 569.

28 PARENTE, Norma Jonssen. Mercado de capitais. In: CARVALHOSA, Modesto (Coord.). *Tra-*

Contudo, há posições doutrinárias que entendem em sentido diverso. Otávio Yazbek, por exemplo, embora também entenda pela conclusão de que os critérios subjetivos são privilegiados em relação aos objetivos, diverge em relação ao que compõe os critérios objetivos. Nesse sentido, para Yazbek, “não importa tanto a qualificação destes [destinatários da oferta], mas muito mais a sua indeterminação de início, a sua pertinência a um ‘público em geral’ ou a um ‘público-alvo’”.<sup>29</sup>

Gabriel Buschinelli, por sua vez, afirma que a interpretação que considera uma oferta como privada por conta de critérios subjetivos (em seu entender, relativos à qualificação do investidor ou acesso a informação), não encontra amparo no texto da lei pois ela não se refere à qualificação ou ao grau de informações de que os investidores dispõem. Esses fatores poderiam apenas justificar eventual dispensa de registro ou de alguns de seus requisitos, mas não afastar a natureza da oferta como pública.<sup>30</sup>

No âmbito dos precedentes administrativos, é pacífico o entendimento da CVM em considerar tanto os elementos objetivos quanto os subjetivos para a caracterização de oferta pública, privilegiando a indeterminação (ou não) dos investidores que tiveram acesso a oferta. À exemplo, um trecho do voto de Diretor Daniel Maeda em precedente recente:

23. Nesse sentido, destaco que não basta o mero enquadramento objetivo de determinada situação aos incisos do artigo 3º da ICVM 400 para ca-

---

tado de Direito Empresarial. v. 6. São Paulo: Thomson Reuters, 2022. p. 569.

29 YAZBEK, Otávio. Em busca de um regime para os private placements no Brasil: ofertas públicas, ofertas privadas e ofertas públicas distribuídas com esforços restritos. *In*: BOTREL, Sérgio; BARBOSA, Henrique (Coord.). *Finanças corporativas: aspectos jurídicos e estratégicos*. São Paulo: Atlas, 2016. p. 176.

30 BUSCHINELLI, Gabriel. Art. 19. *In*: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (Coord.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 384-386.

racterizar uma oferta como pública, afinal, o fator determinante para tal é, em verdade, o fato de “ser dirigida à generalidade de indivíduos, ou seja, por ser direcionada a pessoas indeterminadas, não individualizadas”. (nota de rodapé omitida).<sup>31</sup>

Vale ressaltar, contudo, que as discussões doutrinárias acima expostas, foram, em sua maioria (excetua-se o trecho de Norma Parente), travadas ainda quando vigente a ICVM 400, e não abordam o novo texto legal trazido pela RCVM 160.

Nesse sentido, considero como mais adequada à ICVM 400 a interpretação empregada por Otavio Yazbek. Apesar de não constar no caput do art. 3º da ICVM 400 qualquer alusão à indeterminação dos destinatários da oferta, ele impõe a necessidade de constar algum dos elementos descritos nos incisos, que, por sua vez, trazem o critério subjetivo relacionado ao público em geral, mas não fazem qualquer menção ao grau de conhecimento dos investidores.<sup>32</sup>

Contudo, por meio da RCVM 160, os critérios objetivos tomaram mais força e passaram ser privilegiados em detrimento dos critérios subjetivos. Como observado do caput do art. 3º, o que é necessário para caracterizar a oferta pública é pautado em características objetivas, isto é, (i) a disseminação por qualquer meio ou forma que permita o alcance de diversos destinatários, e (ii) cujo conteúdo e contexto representem tentativa de despertar o interesse ou prospectar investidores para a realização de investimento em determinados valores mobiliários.

---

31 CVM. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.007114/2022-23. Relator: Diretor Daniel Maeda. Julgado em: 15 out. 2024.

32 Vale destacar, contudo, que por meio da Instrução CVM nº 476, a CVM estabeleceu a possibilidade de fazer uma “oferta pública de esforços restritos” que é direcionada para uma quantidade específica de investidores com determinado grau de qualificação (investidores profissionais ou qualificados) o que, para alguns autores, indicaria que a caracterização de determinada oferta como pública leva em conta fatores relacionados ao indivíduo ofertado, em especial o grau de relação desse com o mercado.

Apesar de todos os incisos do referido dispositivo manterem termos como “investidores indeterminados”, “público em geral” e “adquirentes ou subscritores indeterminados”, ao indicar que as situações ali elencadas são exemplificativas, há um grau de discricionariedade para considerar que poderia haver outros casos em que não necessariamente se levaria em consideração a indeterminação desses sujeitos. A justificativa apresentada no relatório de audiência pública de que “[a] busca por investidores indeterminados é condição suficiente, mas não necessária, na caracterização de uma oferta como pública”, deixa clara a adoção dessa nova interpretação, mas é apenas parcialmente verídica.

O trecho acima é, provavelmente, pautado em decisão do Colegiado da CVM que decidiu haver oferta pública num caso que tratava da negociação por um banco emissor de cédulas de debêntures com seus clientes.<sup>33</sup> Na ocasião, a Diretora Maria Helena Santana entendeu que “a relação entre os bancos e seus clientes (relação geralmente de massa) não traduz a prévia relação comercial de que trata o art. 3º, §1º, da mesma ICVM 400, cuja aplicação parece exigir maior proximidade comercial entre emissor e tomador de títulos”.

Embora sejam, em certo grau, determinados os sujeitos destinatários da oferta, ainda assim ela é considerada como pública em função da ausência de filtro em relação a quem poderia acessar o investimento. O mesmo ocorre em diversos outros casos julgados pela CVM em que acusados de oferta irregular alegam não haver distribuição pública pelo fato de haver a necessidade de cadastro no site da ofertante.<sup>34</sup> Essa medida, porém, não afasta o caráter público de uma oferta pois ela simplesmente adiciona mais uma etapa para que qualquer pessoa interessada possa participar do negócio oferecido,

---

33 CVM. Processo Administrativo nº RJ2006/8566. Relatora: Diretora Maria Helena Santana. Julgado em: 26 fev. 2007.

34 CVM. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.006440/2021-32. Relator: Presidente João Pedro Nascimento. Julgado em: 13 ago. 2024; CVM. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.007114/2022-23. Relator: Diretor Daniel Maeda. Julgado em: 15 out. 2024.

ou seja, não constitui um filtro capaz de restringir a adesão indiscriminada de potenciais investidores.

No entanto, importa esclarecer que esse entendimento não é contrário a ideia de indeterminação dos destinatários da oferta, afinal, em linha com os Pareceres de Orientação 32 e 33, havia divulgação por meio que permitisse o acesso do público em geral, e o suposto meio empregado para restringir o acesso às informações nada restringia.

Portanto, a nova opção regulatória busca matar um mosquito com um tiro de canhão e acaba na contramão da evolução verificada na ICVM 400, em que a caracterização de determinada oferta como pública passou a levar em conta fatores relacionados à individualização dos destinatários da oferta. O novo conceito, dessa forma, abre margem para mais críticas acerca de um possível alargamento extensivo para a caracterização de ofertas públicas bem como eventuais conflitos com legislações estrangeiras. Veja-se, por exemplo, a seguinte situação hipotética:

Uma sociedade empresária japonesa deseja fazer uma oferta pública de valores mobiliários e, para tanto, obtém o devido registro junto ao regulador competente. Ao elaborar seu site, cujo domínio é no Japão, apresenta as informações dos ativos em japonês e inglês, mas não inclui nenhum mecanismo de restrição de acesso para outros países – o que inclui o Brasil. Dessa forma, considerando entendimento da CVM de que o fato de as informações constarem em língua estrangeira não impede a caracterização de oferta pública no país, bem como a nova interpretação dada pela RCVM 160, nada impediria que a CVM entendesse que o site no Japão, em japonês e para japoneses, pudesse ser considerado como uma oferta pública no Brasil. Afinal, por não ter medidas restritivas ao público brasileiro, o site acaba se enquadrando como uma (i) disseminação por meio que permite o alcance de diversos destinatários, e (ii) cujo conteúdo e contexto representam tentativa de despertar o interesse ou prospectar investidores para a realização de investimento em determinados valores mobiliários.

Assim, diferenciar a oferta pública da privada tornou-se mais difícil e menos eficiente. É relevante, dessa forma, delimitar o que significa, na prática, “perder o protagonismo”? Conforme já abordado, segundo a corrente adotada por Eizirik, privilegiar os elementos subjetivos em detrimento dos elementos objetivos significa que os elementos objetivos não poderiam ser considerados isoladamente. Dessa forma, alterada essa premissa, passa a ser possível aferir a publicidade da oferta com base em elementos objetivos tomados isoladamente. Em termos práticos, ora bastarão indícios objetivos, ora bastará a finalidade e o modo de condução revelados por elementos subjetivos, cada qual analisado por sua própria força probatória, sem hierarquia apriorística, pois, como assinala o Relatório de Audiência Pública da RCVM 160, a busca por investidores indeterminados – critério subjetivo - é condição *suficiente* – ou seja, pode ser considerada isoladamente -, mas não necessária para caracterizar a oferta como pública. Logo, os elementos subjetivos deixam de condicionar a leitura dos objetivos e ambos passam a operar como critérios autônomos e, alternativamente, suficientes, permitindo ao intérprete qualificar a oferta como pública mesmo na ausência da indeterminação do público-alvo.

Em suma, com a ICVM 400 podia haver as seguintes hipóteses: (i) se determinada oferta tiver os aspectos objetivo e subjetivo, há oferta pública; (ii) se determinada oferta tiver o aspecto objetivo, mas não o subjetivo, não há oferta pública; (iii) se há o aspecto subjetivo, mas não o objetivo, ainda há oferta pública; e (iv) não havendo nem o objetivo, nem o subjetivo, não há oferta pública.

Com a RCVM 160, (i) havendo elementos objetivos e subjetivos, por óbvio, se configura a oferta pública; (ii) se houver o aspecto objetivo, mas não o subjetivo, há oferta pública; (iii) se estiver presente o subjetivo, mas não o objetivo, também há oferta pública; e (iv) apenas quando não estiver presente nem o objetivo, nem o subjetivo que certamente não haverá oferta pública.

### **3. Atos de Distribuição Pública.**

Como observado, os atos de distribuição empregados exercem relevante papel quando da determinação da espécie de oferta. Na atual RCVM 160, seis incisos exemplificam atos de distribuição que configuram a oferta como pública, são eles:

I – a utilização de material publicitário dirigido ao público investidor em geral;

II – a procura, no todo ou em parte, de investidores indeterminados para os valores mobiliários, por meio de quaisquer pessoas naturais ou jurídicas, integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários, atuando em nome do emissor, do ofertante ou das instituições participantes do consórcio de distribuição;

III – a consulta sobre a viabilidade da oferta ou a coleta de intenções de investimento junto a potenciais subscritores ou adquirentes indeterminados, ressalvada a hipótese prevista no art. 6º;

IV – a negociação feita em loja, escritório, estabelecimento aberto ao público, página na rede mundial de computadores, rede social ou aplicativo, destinada, no todo ou em parte, a subscritores ou adquirentes indeterminados; e

V – a prática de quaisquer atos descritos nos incisos II a IV, ainda que os destinatários da comunicação sejam individualmente identificados, quando resultante de comunicação padronizada e massificada.

Além disso, o art. 4º também traz outro relevante aspecto para a caracterização de oferta pública em âmbito nacional. Preceitua o dispositivo que toda oferta pública de distribuição de valores mobiliários, cujos destinatários sejam investidores residentes, domiciliados ou constituídos no Brasil, deve ser submetida previamente a registro ou objeto de dispensa junto à CVM.

Em razão da dificuldade em comprovar o intuito do ofertante, a finalidade específica referida é presumida a partir da constatação da utilização de meios de comunicação que tenham potencial de atingir o público investidor brasileiro em geral sem que as devidas cautelas para evitar que isso venha a ocorrer tenham sido adotadas tempestivamente<sup>35</sup>.

Dessa forma, passo a abordar alguns casos inusitados que fogem do rol exemplificativo da RCVM 160 e ainda assim foram considerados como oferta pública.

### **3.1. Eike Token (\$EIKE).**

Em 01/04/2025, a CVM deliberou pela Stop Order dos Eike Tokens (\$EIKE), que consistiam numa criptomoeda lançada por Eike Batista com o objetivo de financiar a expansão da “supercana”<sup>36</sup>. Em que pese o domínio do site de divulgação do token e a comunicação dele tenha sido feita em língua estrangeira, ainda assim a CVM entendeu haver atividades de oferta de valores mobiliários, ao público residente no Brasil.

No caso, porém, entendeu-se que a oferta não era de todo irregular e foram ressaltados os atos de entendidos como de distribuição pública na Deliberação, quais sejam, “a realização de eventos abertos ao público em território nacional e publicações dirigidas ao público brasileiro em redes sociais, que representem tentativa de despertar o interesse ou prospectar residentes no País”<sup>37</sup>.

---

35 FERREIRA, Tiago Molina. Oferta pública de distribuição de valores mobiliários: o regime de registro obrigatório e hipóteses de dispensa. Dissertação de Mestrado em Direito Comercial – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2018. Orientadora: Juliana Krueger Pela.

36 <https://www.infomoney.com.br/onde-investir/eike-batista-lanca-criptomoeda-para-financiar-expansao-da-supercana/>

37 Deliberação CVM nº 898.

Em suma, houve notórios atos de distribuição pública no Brasil, sendo eles um evento no dia 25/2 realizado no Rio de Janeiro com grande repercussão midiática, que fez com que a oferta do *token* fosse divulgada amplamente para o público brasileiro<sup>38</sup>, e algumas manifestações de Eike no X (antigo Twitter). Sobre as redes sociais, importa esclarecer que elas constam no site do token como meio de comunicação oficial, o que efetivamente vincula as alegações nas redes do indivíduo ao lançamento da oferta<sup>39</sup>. Dessa forma, bastaria aos distribuidores do token tomar medidas efetivas para impedir que investidores residentes do Brasil tenham acesso ao conteúdo da referida página, como o bloqueio geográfico (“*geoblocking*”) da página para endereços de protocolo de internet (IP) localizados no Brasil.

Dessa forma, observa-se que, apesar de existirem entendimentos da CVM de que o uso da língua inglesa não é uma medida suficiente para afastar investidores brasileiros, tampouco se pode dizer que tão somente o uso da internet com publicações em língua inglesa é apto para configurar oferta irregular no Brasil. Além disso, embora seja um fortíssimo indício, a própria existência de sites com versão em português não configura automaticamente uma oferta pública no Brasil, afinal, a adoção de algumas medidas prévias pode descaracterizar a oferta pública.

Nesse sentido, dispõe o Parecer de Orientação nº 32 que “medidas efetivas tomadas pelo patrocinador da página da Internet – *information provider* - para impedir que o público em geral tenha acesso ao conteúdo da página” podem desconfigurar uma oferta pública. Em paralelo, o art. 3º da RCVM 160 traz também relevante condicionante ao ato de comunicação por estabelecer que seja “disseminado por qualquer meio ou forma *que permita o alcance de diversos destinatários*”.

---

38 <https://valor.globo.com/financas/criptomoedas/noticia/2025/02/25/em-reaparicao-eike-bat-ista-lanca-cripto-eike-lastreada-em-projeto-de-supercana.ghtml>

39 <https://eiketoken.com/>

### 3.2. Caso GPX.

O caso GPX trata de um PAS instaurado contra a GPX Participações e seu administrador, para apurar a realização de oferta pública irregular, quando ainda vigente a ICVM 400. O investimento em questão visava a captação de R\$ 3.250.000,00 para um empreendimento imobiliário e contou com um total de 16 (dezesesseis) investidores captados.<sup>40</sup>

Apesar da pequena quantidade de investidores, a CVM entendeu haver oferta pública e rechaçou a alegação da defesa de que se tratava de uma captação privada ou Family and Friends. Concluiu-se, no caso, que o caráter público estava preenchido, visto que a GPX se valeu da utilização de material de publicidade por meio eletrônico em seu website, que continha mensagens de captação acessíveis ao público em geral, e, de forma fundamental, pela atuação de Agente Autônomo de Investimento para indicação do investimento perante público indeterminado.

Em relação ao website do investimento, a caracterização da oferta pública é especialmente caracterizável com base no texto da atual RCVM 160, pelo fato de o uso do website, ainda que ausente outras formas de divulgação, *permitir* o alcance de diversos destinatários.

Com relação ao segundo ponto, no entender do Il. Relato, o fato de a denúncia ter se originado de um investidor que acessou a oportunidade de investimento via AAI tornou incontroverso o caráter público da oferta, pois demonstrou a prospecção de investidores sem relação prévia e a utilização do sistema de distribuição de valores mobiliários, elementos objetivos previstos na regulamentação, o que também preencheria tanto o aspecto formal quanto o subjetivo da oferta pública.

---

40 CVM. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.007114/2022-23. Relator: Diretor Daniel Maeda. Julgado em: 15 out. 2024.

### 3.3. Caso Objetiva e Caso Unick.

No PAS CVM nº 19957.006440/2021-32,<sup>41</sup> a Objetiva adotava uma política denominada “marketing de defensores”, por meio da qual os sócios atuais eram ativamente incentivados a angariar novos sócios para a SCP, mediante promessa de remuneração de 0,5% sobre os valores aportados pelos indicados.

Em sede de defesa, sustentou-se que o mecanismo de adesão de sócios não prejudicaria a personalidade inerente às SCPs, uma vez que a sua indicação por sócios participantes era um requisito para ingresso no quadro social da SCP. Assim, seria mantido o caráter de relação estreita e habitual, uma vez que a divulgação se limitaria a “integrantes do círculo íntimo de sócios ocultos pré-existentes”.

De forma semelhante, no Caso Unick<sup>42</sup> a atuação dos acusados se dava, principalmente, por meio da internet e por meio do chamado “marketing de rede”. Em suma, os investidores eram atraídos por propagandas divulgadas em websites e em redes sociais, bem como por indicações de outros investidores, que seriam remunerados conforme o número de pessoas indicadas e os aportes investidos.

Em ambos os casos o Colegiado da CVM entendeu que a estratégia adotada pelas acusadas se enquadrava como ato de distribuição pública pelo fato de serem formas de captação indiscriminadas, ou seja, que visavam o público em geral. Além disso, conforme mais aprofundado no Caso Objetiva, tampouco seria o caso de exclusão do conceito de “público em geral” por possuírem relação (i) prévia, (ii) estreita e (iii) habitual com a emissora pelo fato de que parte dos investidores alcançados pela oferta não possuíam qualquer vínculo com a ofertante.

Vale destacar, ainda, que o CRSFN julgou recurso em relação ao Caso Objetiva e manteve o entendimento da autarquia de que

---

41 CVM. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.006440/2021-32. Relator: Presidente João Pedro Nascimento. Julgado em: 13 ago. 2024.

42 CVM. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.000238/2019-82. Relator: Presidente Marcelo Barbosa. Julgado em: 8 dez. 2020.

houve oferta pública. Nos termos do Conselheiro Relator, Luiz Fernando Rolla:

A alegação da *Recorrente* de que não poderia ser responsabilizada por atos de terceiros não se sustenta diante do fato de que foi a própria sociedade quem implementou o mecanismo de captação por meio da indicação remunerada. Os sócios passaram a atuar, na prática, como verdadeiros agentes ou representantes da SCP, fazendo uso de blogs, redes sociais e outras mídias para propagar as vantagens do investimento.

Inclusive, há registro de que, ao se cadastrar no site da *Objetiva*, o novo usuário poderia selecionar como fonte de indicação um dos blogs publicamente disponíveis na internet – [...] –, o que evidencia que essa rede de divulgação não era alheia à atuação da sociedade, mas integrada à sua lógica de captação.

A existência de canais de divulgação amplamente acessíveis, sem qualquer controle efetivo, combinada com a política de incentivo financeiro à indicação, atrai a incidência direta do art. 3º, inciso II, da ICVM 400, e do art. 19, §3º, inciso II, da Lei nº 6.385/1976, que tratam da caracterização da distribuição pública de valores mobiliários.<sup>43</sup> (grifos originais) (nota de rodapé omitida)

### **3.4. Caso Avestruz Master.**

Outro caso emblemático refere-se ao PAS CVM nº 23/04,<sup>44</sup> no

---

43 BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. Processo nº 10372.000165/2024-92. Relator: Conselheiro Luiz Fernando Rolla. 493ª Sessão de Julgamento, realizada em 13 maio 2025. Disponível em: [https://colaboragov.sei.gov.br/sei/publicacoes/controlador\\_publicacoes.php?acao=publicacao\\_visualizar&id\\_documento=57656017&id\\_organizacao\\_publicacao=7](https://colaboragov.sei.gov.br/sei/publicacoes/controlador_publicacoes.php?acao=publicacao_visualizar&id_documento=57656017&id_organizacao_publicacao=7)

44 CVM. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 23/04. Relator: Diretor Wladimir Castelo Branco Castro. Julgado em: 28 set. 2006.

qual a Avestruz Master Agro Comercial Importação e Exportação Ltda., empresa goiana voltada à criação e comercialização de avestruzes, desenvolveu, a partir de 2003, uma série de contratos que, embora formalmente apresentados como compromissos de compra e venda de aves, contratos de hotelaria para criação ou, posteriormente, Cédulas de Produto Rural (CPRs), tinham em comum três características centrais:

- (i) Promessa de recompra futura das aves pela própria companhia ou por empresas ligadas (como o Abatedouro Struthio Gold), a preços previamente fixados;
- (ii) Rentabilidade garantida, implícita ou explícita, que variava entre 7% e 10% ao mês, chegando a ser apresentada sob a forma de tabelas de “lucratividade” e expectativas de retorno;
- (iii) Captação pulverizada da poupança popular, realizada por meio de rede própria de vendedores, publicidade em massa (incluindo anúncios televisivos) e uso de associações setoriais (como a ACRÍAGO) para conferir aparência de legitimidade às cotações dos animais.

As inspeções realizadas pela CVM em diferentes filiais da Avestruz Master constataram que potenciais investidores eram abordados como em uma típica operação de distribuição pública: (i) recebiam material promocional, (ii) eram convidados a escolher “modalidades de investimento” (compra de aves com recompra futura assegurada) e, (iii) após o aporte, recebiam CPRs acompanhadas de certificados de “garantia de mercado”. Embora os instrumentos variassem, a essência era, em suma, a mesma: o público em geral era atraído para investir em um esquema de captação que dependia da expansão contínua da base de investidores para se sustentar.

Um dos elementos peculiares do caso está no objeto do investimento: aves vivas, apresentadas como oportunidade exótica e rentável. Formalmente, o investidor adquiria avestruzes com promessa de hotelaria (ou seja, criação terceirizada) e retorno certo, oriundo da

revenda futura a preço pré-definido. Em alguns contratos, havia ainda previsão de “lucro extra” com a venda dos filhotes. Na prática, contudo, a figura do animal servia apenas de fachada e o que se comercializava era um típico contrato de investimento coletivo, em que o rendimento dependia do esforço da companhia.

Assim, o Caso Avestruz Master demonstra que a qualificação jurídica de um ato de distribuição pública não depende do rótulo contratual ou do objeto material envolvido (sejam ações, debêntures ou até mesmo avestruzes).

## **Conclusão.**

Ante o exposto, constata-se que o exame da evolução normativa sobre ofertas públicas no Brasil evidencia que o tema permanece cercado por tensões entre a necessidade de proteção ao investidor e a busca por eficiência do mercado de capitais. Desde a Lei nº 6.385/76 até a Resolução CVM nº 160/22, o legislador e o regulador oscilaram entre concepções mais abertas e mais restritivas, procurando equilibrar segurança jurídica, transparência e estímulo à captação de recursos.

A análise demonstra que a RCVM 160 representou um avanço ao consolidar regras, ampliar hipóteses de dispensa de registro e modernizar a disciplina dos atos de distribuição. Contudo, ao priorizar critérios predominantemente objetivos, a norma acabou por enfraquecer elementos subjetivos historicamente relevantes, como a indeterminação dos destinatários e a qualificação dos investidores. O resultado é uma definição que, embora mais clara em alguns pontos, ainda conserva elevada margem de ambiguidade.

Nesse sentido, a regulação brasileira caminha em um terreno de permanente tensão: de um lado, o dever de assegurar transparência e igualdade de acesso à informação; de outro, a necessidade de não sufocar iniciativas legítimas de financiamento privado com custos

regulatórios excessivos. A solução parece residir na calibragem contínua entre critérios objetivos e subjetivos, de modo a permitir que a CVM exerça sua função de supervisão sem comprometer a dinâmica natural de captação do mercado.

Em síntese, o desafio que se coloca é o de refinar a noção de oferta pública de forma que ela seja suficientemente ampla para garantir proteção aos investidores, mas não tão abrangente a ponto de inibir o desenvolvimento do mercado. Trata-se de uma tarefa em constante construção, que exigirá interpretação prudente da CVM e contribuição crítica da doutrina e da jurisprudência administrativa para que se alcance o equilíbrio adequado.