

## A CARACTERIZAÇÃO DE EMISSÃO PÚBLICA E PRIVADA DE VALORES MOBILIÁRIOS NO DIREITO AMERICANO

ARIADNA BOHOMOLETZ GAAL

1. Antecedentes e propósitos da regulamentação — 2. O tratamento legal da emissão pública de ações — 2.1 As isenções para as emissões públicas; A) As isenções para “dealer” e “brokers”; B) As isenções para underwriters; B.1) A two — Step distribution; B.2) “A secondary distribution”; B.3) A “rule” 144 — 3. O tratamento legal da emissão privada de ações — Observações finais.

### 1. Antecedentes e propósitos da regulamentação

A regulamentação da emissão pública de valores mobiliários acha-se intimamente vinculada à filosofia do *disclosure*. Ou seja, é através de sua normatização que se garante, em grande parte, a implementação do princípio de ampla informação, base sobre a qual se estruturam as modernas regulações de mercado. Entretanto, enquanto a tônica das legislações está voltada no sentido da proteção a ser concedida aos investidores quando das emissões publicamente oferecidas, pouca ou nenhuma atenção é prestada às hipóteses de oferta privada de valores, as quais tratadas como meras isenções às prescrições que regulamentam as emissões públicas, são simplesmente definidas como “qualquer emissão não envolvendo alguma oferta pública”. Ora, como ficou claramente demonstrado a partir da experiência americana, a falta de uma delimitação precisa entre ambas as modalidades de emissão pode ser altamente nociva, na medida em que, permitindo que sejam colocadas à margem das práticas do *disclosure* uma série de operações envolvendo o apelo à poupança pública, acabam por dificultar a manutenção dos níveis de confiabilidade e eficiência indispensáveis ao desenvolvimento do mercado de valores mobiliários.

No caso americano, a pretensão da legislação federal, de 1933 e 1934, ao instituir a obrigatoriedade do registro de emissão pública, era a de coibir a distribuição irregular de títulos e não a de impedir a sua simples negociação, motivo pelo qual foram isentas de tal exigência alguma modalidade de transação, entre as quais as que envolviam as *private offerings*. Entretanto, os inúmeros problemas surgidos quando da interpretação destes dispositivos — especialmente no que concerne a distinção entre a oferta pública e privada de *securities* — vieram a exigir uma atuação permanente por parte dos Tribunais e da Securities Exchange Commission, tendo em vista a sua solução. Assim, a atual regulamentação dispendo sobre *public* e *private offerings* não deve ser entendida apenas como mais um conjunto de disposições legais sobre o assunto, mas sim como um conjunto de medidas que, adotadas a partir da experiência adquirida pelas

instâncias administrativa e judicial, procura consubstanciar as principais linhas de orientação acerca da questão.

O sistema federal de regulação do mercado de capitais nos Estados Unidos foi instituído, em suas linhas gerais, na década de trinta, por dois documentos básicos: Securities Act, de 1933 e o Securities Exchange Act, de 1934. O objetivo precípua de tal legislação era o de substituir as leis estaduais que até então regulamentavam o mercado — as *blue sky laws*,<sup>1</sup> as quais haviam-se mostrado, especialmente a partir da crise de 1929, completamente inadequadas para disciplinar um segmento da economia que cada vez mais adquiria dimensões nacionais. Conforme se verificara na prática, para essa situação haviam contribuído dois fatores principais. De um lado, a pouca aplicabilidade das referidas leis, de âmbito estritamente estadual, para disciplinar transações de extrema complexidade e abrangência como as que caracterizavam o estágio de desenvolvimento atingido pelas *corporations*, então. Do outro, conseqüentemente, as dificuldades encontradas pelo próprio Estado em aplicá-las a operações que, muitas vezes, haviam sido iniciadas ou terminadas fora de seu território.

Na realidade, embora as *blue sky laws* vigorassem, por volta de 1930, na maior parte dos Estados norte-americanos, sua eficácia era mínima, já que para fugir à vigilância dos órgãos fiscalizadores era comum que empresas e intermediários pouco escrupulosos organizassem seus negócios em um determinado Estado passando a operar, por meio de telefone, telégrafo ou correio, com investidores de outros Estados. Dúvidas eram suscitadas quanto a solução de conflitos entre as diferentes leis estaduais. Seria a validade de uma transação determinada pela lei do local onde fora feita a oferta, pela lei do local onde se efetivara a aceitação ou, ainda, pela lei do local onde se realizara a entrega dos títulos? O que se tornara patente era que “the most effective and widely used method of evading the provisions of State blue sky laws consists in operating across state lines”.<sup>2</sup>

À época das discussões que precederam a promulgação das leis federais sobre títulos ficaram claramente expressos os princípios básicos que deveriam informá-las. Além da repressão às fraudes e artifícios que se perpetuavam no mercado e da adoção do princípio do *full disclosure*, deveria, ainda, a regulação, atender a outros objetivos de maior amplitude, tais como a recuperação para o mercado acionário dos recursos que dele se mantinham afastados desde a eclosão do *crash* de 1929 ou a restauração do poder aquisitivo e de consumo do povo americano, abalados devido à recessão econômica.

A idéia do *disclosure*, ou seja, da política de plena informação ao investidor sobre os fatos relativos aos títulos que lhe são oferecidos, era antiga, tendo sido defendida, já em 1914, por Louis D. Brandeis, juiz da Suprema Corte, que em seu livro *Other Peoples's Money and How The Bankers Use It* chegara a afirmar que a publicidade seria o único remédio eficiente contra os males que assolavam, então, o mercado de capitais. Preconizava o magistrado, com relação às *securities*, uma regulamentação nos moldes da *Pure Food Law*, a qual por criar a obrigatoriedade, para o fabricante de alimentos, de divulgar os ingredientes utilizados em sua composição o que — embora não garantisse sua qualidade ou seu preço — certamente possibilitava ao comprador aquilatar a qualidade da mercadoria adquirida. Por esse motivo, a nova legislação, denominada *the truth in-Securities-Act*, ainda que não devesse retirar do cidadão o seu *inalienable right to make a fool of himself*, deveria estar voltada no sentido de *preventing others from making a fool of him*.

Como se pode depreender da leitura dos comentários que antecederam a promulgação da *Securities Regulation*, a questão da adequabilidade da adoção do sistema de *disclosure* era bastante controvertida. Dentre os argumentos favoráveis destacava-se o pressuposto de que a informação, além de constituir um obstáculo às fraudes e manipulações no mercado, contribuiria para a elevação dos padrões éticos que deveriam ser observados na atividade empresarial. Os adversários à implantação do sistema, por sua vez, condenavam-no, afirmando que além de representar substanciais gastos para as empresas, sua efetivação seria inútil, já que a maior parte dos investidores jamais teria capacidade de utilizar as informações divulgadas de maneira conveniente.<sup>3</sup>

O princípio do *disclosure*, a partir do qual foi desenvolvida toda a legislação sobre *securities*, ficou claramente definido na mensagem enviada pelo Presidente Roosevelt, ao Congresso, em 29.3.33. Após ressaltar que as várias leis estaduais não haviam conseguido evitar toda uma série de práticas pouco éticas no mercado propunha o Presidente que o antigo princípio do *caveat emptor* — ou seja, “precavenha-se o comprador” — fosse complementado com a imposição da regra “let the seller also beware”, o que sem dúvida alguma, por impor ao vendedor o ônus de revelar toda a verdade sobre os títulos que pretendesse vender, seria um instrumento eficaz para a implementação de negociações mais honestas capazes de recuperar, assim, para o mercado, a confiança do público. Ressaltava ainda o Presidente não caber ao Governo nenhuma medida no sentido de garantir ou aprovar o mérito dos títulos lançados, já que o propósito da legislação era o de proteger o público “with the least possible interference to honest business”. Entretanto, concluía a mensagem, novas leis regulamentando a atividade das pessoas que administrassem a poupança pública — tais como administradores de bancos e empresas — faziam-se necessárias, pois o que se procurava, basicamente, era “a return to a clearer understanding of the ancient truth that those who manages banks, corporations and agencies handling or using other people’s money are trustees acting for others”.<sup>4</sup>

Assim, o *disclosure*, ou seja, o processo de fornecimento de informações, base de toda a futura legislação sobre *securities* nos Estados Unidos, foi introduzido no mercado objetivando a revelação de todas as informações, e, em especial, as de ordem financeira consideradas importantes, por parte das companhias voltadas para obtenção de capital através da oferta pública de seus títulos e daquelas cujos títulos já eram publicamente negociados. As duas leis neste contexto foram o *Securities Act*, de 1933 — que trata do registro junto à SEC das emissões primárias — e o *Securities Exchange Act*, de 1934 — que estendeu o princípio do “full and fair disclosure” também aos títulos negociados no mercado secundário. Vale observar que a SEC — “Securities and Exchange Commission” — foi criada pelo *Securities Exchange Act*, sendo-lhe atribuída a aplicação não somente dessa lei, mas também do *Securities Act*, a qual até então havia sido aplicado pela Comissão Federal do Comércio.

O fundamento do princípio do *disclosure* reside na suposição de que o investidor, uma vez de posse das informações pertinentes ao negócio que pretende realizar, atuando racionalmente, poderá comparar as distintas possibilidades de investimento (também com base nas informações) escolhendo aquela que lhe parecer mais promissora. A divulgação das informações é efetuada através de declarações contidas no pedido de registro da emissão — *registration statement* — que todas as empresas são obrigadas a submeter à SEC e onde devem ser revelados todos os fatos relacionados não só à oferta pública em si, como às

próprias empresas emitentes. Ademais, exige a lei, em questão, o fornecimento de prospectos aos prováveis compradores, contendo as mesmas informações básicas constantes do pedido de registro.<sup>5</sup>

Entretanto, o pedido de registro das emissões apenas garante aos investidores que as informações exigidas foram prestadas, encontrando-se à disposição dos interessados. Não cabe, pois, à SEC — desde que satisfeitas as condições legais de preenchimento de informações — aprovar ou desaprovar a emissão, nem fazer julgamento sobre sua oportunidade ou solidez. Assim, a preocupação estatal está voltada exclusivamente no sentido de propiciar o acesso igual, para todos os investidores, às informações materialmente relevantes, cabendo apenas a ele, investidor, com exclusividade, qualquer julgamento sobre o seu mérito. Por esse motivo requer, a SEC, que seja colocada na página de frente de qualquer prospecto, em letras maiúsculas, a seguinte legenda: "These securities have not been approved or disapproved by the Securities and Exchange Commission nor has the Commission passed upon the accuracy or adequacy of this prospectus. Any representation to the contrary is a criminal offense".

Complementando o *Securities Act*, de 1933, que criara a obrigatoriedade da divulgação de informações por parte das empresas emissoras, o *Securities Exchange Act*, de 1934, entendeu tal obrigatoriedade também aos títulos negociados no mercado secundário. Com a introdução da nova exigência, no sentido de que nenhum título poderia ser negociado nas bolsas americanas ou no mercado de balcão sem prévio registro — registro este que, embora semelhante ao registro de emissão primária, deveria, por imposição legal, ser permanentemente atualizado — passou-se de um sistema de *disclosure* esporádico, efetuado apenas por ocasião da distribuição no mercado primário, para um sistema mais amplo, baseado na prestação permanente de informações.<sup>6</sup>

## 2. O tratamento legal da emissão pública de ações

De acordo com Cary e Eisenberg, a obrigatoriedade do registro de emissão de *securities*, prescrita no art. 5.º do *Securities Act*, prende-se a um duplo objetivo. De um lado, evitar qualquer tipo de declaração acerca do título oferecido, a não ser as contidas no registro competente. De outro, garantir a disponibilidade de prospectos a serem enviados aos investidores em potencial.<sup>7</sup>

Aparentemente o art. 5.º é bastante abrangente, aplicando-se a qualquer pessoa e a qualquer título. Como se depreende de sua leitura, seu propósito básico é o de garantir que todas as novas ofertas de títulos no comércio interestadual, mediante a utilização do correio ou qualquer outra via de transporte ou comunicação, sejam registradas na comissão e que um prospecto (preenchido como parte do pedido de registro) seja fornecido ao comprador antes da venda e, em alguns casos, quando da entrega dos títulos, após a efetivação da venda.

Vale ressaltar, ainda, que a expressão "comércio interestadual" possui significação própria, a qual lhe foi legalmente atribuída pelo art. 2.º do *Securities Act*, devendo ser entendida basicamente como qualquer negócio ou transação com valores mobiliários, bem como qualquer forma de transporte ou comunicação relativa a estes valores, que se realize entre os Estados americanos ou entre estes e o exterior.<sup>8</sup>

Dispõe o item *a* do art. 5.º, especificamente, ser ilegal a venda de títulos mediante a utilização do correio ou de qualquer outra via de transporte ou comunicação, a menos que hajam sido registrados, ou seja:

a) Sem registro de emissão de valores mobiliários, será ilegal para qualquer pessoa, direta ou indiretamente:

1. utilizar-se de qualquer meio ou instrumento de transporte ou comunicação, no comércio interestadual, ou do correio, para vender estes valores mobiliários, mediante a utilização de prospecto ou outros meios;

2. transportar ou fazer transportar, por meio do correio ou no comércio interestadual, por qualquer meio de transporte, qualquer valor mobiliário, com o propósito de vendê-lo ou entregá-lo após a venda.<sup>9</sup>

Com relação ao prospecto, definido no art. 2<sup>10</sup> do *Securities Act*, como qualquer notícia, circular, anúncio, carta ou comunicação escrita ou transmitida pelo rádio ou pela televisão que ofereça um título a venda, prescreve o item *b*, ser ilegal o transporte de títulos registrados para vendê-los ou entregá-los após a venda, se tais títulos não forem acompanhados do devido prospecto e este não preencher as condições legalmente prescritas. Portanto:

b) Será ilegal para qualquer pessoa, direta ou indiretamente:

1. Utilizar-se de qualquer meio ou instrumento de transporte ou comunicação no comércio interestadual, ou dos correios, para transportar ou transmitir qualquer prospecto relativo a qualquer valor mobiliário com referência ao qual um registro de emissão tenha sido preenchido, a menos que este prospecto esteja em conformidade com as prescrições do art. 10; ou

2. Transportar ou fazer transportar através do correio ou no comércio interestadual qualquer valor mobiliário com o propósito de vendê-lo ou entregá-lo após a venda, a menos que esteja acompanhado ou seja precedido de um prospecto, que se enquadre às exigências do art. 10.<sup>10</sup>

Finalmente, pelo item *c*, torna-se ilegal a utilização do correio ou de outros meios de transportes ou de comunicação para a oferta de venda ou de compra de qualquer título, através de prospectos, se os mesmos não estiverem devidamente registrados. Então:

c) Será ilegal para qualquer pessoa, direta ou indiretamente, utilizar-se de qualquer meio ou instrumento de comunicação no comércio interestadual ou dos correios para oferecer para comprar ou oferecer para vender, por meio de prospecto, qualquer título, a menos que o registro de emissão tenha sido preenchido.

Também não serão permitidas as ofertas mencionadas quando o registro de emissão houver sido objeto de recusa, ou de uma *stop order* (anterior à data efetiva do registro de emissão) ou submetido a qualquer processo público ou exame.<sup>11</sup>

Como se depreende da leitura do artigo acima, todos os seus parágrafos e itens referem-se aos diferentes momentos que constituem o processo de registro, estando diretamente relacionados seja com a data do preenchimento do registro na SEC — *filing date* — seja com a data em que o registro torna-se efetivo — *effective date*. Ao período anterior e posterior ao *filing date*, respectivamente denominados *pre-filing period* e *waiting period*, sucede-se a *effective date*, a qual, por sua vez, é continuada pelo *post-effective period*.

No *pre-filing period*, isto é, no período anterior ao preenchimento do registro na Comissão, proíbe o § 5 (c) qualquer oferta de venda ou de compra de títulos. No *waiting period* ou período entre o preenchimento do registro e sua efetivação, são permitidas pelo § 5 (a) as ofertas de títulos, muito embora estas só possam ser aceitas após a efetivação da declaração de registro. Normalmente é neste período que os *underwriters* e *dealers* efetuam suas ofertas de compra,

ainda que, como visto acima, estas só possam ser concretizadas após o registro definitivo. Uma vez ocorrido a *effective date* tem início a venda dos títulos, que deve ser precedida, de acordo com o art. 5 (b) (2), da entrega de um prospecto, aos investidores, prospecto este, elaborado em conformidade às prescrições legais.

Entretanto, o âmbito de aplicação do art. 5.º torna-se mais limitado em face das isenções concedidas pela própria lei a determinados tipos de transação. Algumas, como as prescritas no art. 4.º, §§ 1, 3 e 4 envolvendo modalidades de oferta pública de títulos ou *public issuer of securities*. Outra, como a disposta no art. 4 (2), isentando da obrigatoriedade do registro as transações privadas, ou seja, as transações realizadas pelo emissor não envolvendo nenhuma oferta pública — ou *private offering*.

## 2.1 As isenções para as emissões públicas

### a) As isenções para *dealer* e *Brokers*

Entre as isenções concedidas, quando da oferta pública de títulos, destacam-se as mencionadas no § 1.º do art. 4.º, — isentando da obrigatoriedade do registro as transações efetuadas por quem seja *issuer*, *underwriter* ou *dealer* — e nos §§ 3.º e 4.º do referido artigo — isentando a maior parte das negociações efetuadas por um *dealer*, quando processadas quarenta dias após a oferta pública dos títulos, como também as realizadas por *brokers*, em cumprimento às solicitações de clientes.

Conforme dispõe o art. 4.º, as provisões do art. 5.º não se aplicam:

1. às transações efetuadas por outras pessoas que não o emissor, o *underwriter* ou o *dealer*;

2. às transações de um emissor não envolvendo uma oferta pública;

3. às transações por um *dealer* incluindo um *underwriter* que não esteja atuando como um *underwriter* com relação aos títulos envolvidos em tais transações, exceto:

A) às transações realizadas antes do término do prazo de quarenta dias, contados a partir do primeiro dia em que o título foi *bona fide* oferecido ao público, pelo emissor ou por ou através de um *underwriter*.

B) às transações com títulos — com relação aos quais tenha sido preenchido um registro de emissão — realizadas antes do término dos quarenta dias contados a partir da data da efetivação deste registro, ou antes do término do prazo de quarenta dias contados a partir do dia em que o título foi *bona fide* oferecido ao público (...).

C) às transações com títulos constituindo o todo ou parte de um lote não vendido para um *dealer* ou subscrito por este *dealer* como participante na distribuição de tais títulos, por um emissor, ou por, ou através de um *underwriter* (...).

4. às transações efetuadas por *brokers*, em cumprimento às ordens de clientes, qualquer bolsa ou no mercado de balcão, mas não a solicitação de tais ordens.<sup>12</sup>

Para uma melhor compreensão da extensão das isenções concedidas torna-se necessário interpretar os termos utilizados na redação do art. 4.º — *issuer*, *dealer*, *underwriter* e *broker* — de acordo com a significação que lhes foi atribuída, pela própria lei, no art. 2.º Assim, *issuer* (emissor)<sup>13</sup> indica qualquer pessoa que emite ou tenciona emitir qualquer título. *Dealer* (comerciante de títulos) é

a pessoa que dedica parte do seu tempo ou todo ele às funções de intermediário, corretor, ou interessado direto (“principal”) em negócios de oferta, compra e venda ou quaisquer outras transações e operações com títulos emitidos por terceiros.<sup>14</sup> O termo “broker” (corretor), no *Securities Act*, não é definido, achando-se incluído na própria conceituação de *dealer*. O termo *underwriter* (subscritor) indica qualquer pessoa que compra do emissor a fim de vender, ou que coloca para o emissor a emissão de qualquer título; que participa ou tem participação indireta na realização dessa operação. O termo não inclui, porém, as pessoas cujo interesse esteja limitado à comissão paga pelo subscritor ou comerciante, desde que essa comissão não exceda à usualmente paga aos vendedores ou distribuidores. Tal como está empregado nessa definição, o termo emissor abrange, além do emissor propriamente dito, qualquer pessoa que controle direta ou indiretamente o emissor, ou seja por ele controlada, ou qualquer pessoa que esteja, juntamente com o emissor, sob o controle comum.<sup>15</sup>

Analizando-se os §§ 1, 3 e 4 do art. 4, que isentam, respectivamente, as transações realizadas por quem não seja *issuer*, *dealer* ou *underwriter*, bem como a maior parte das transações realizadas pelo *dealer* e pelo *broker*, à luz das definições contidas no art. 2, depreende-se claramente, que o objetivo da lei ao proporcionar tais isenções era o de conceder tratamentos distintos quando da ocorrência de casos de distribuição ou negociação de títulos. Aliás, as melhores indicações sobre tal propósito podem ser encontradas nas próprias discussões legislativas anteriores à promulgação da lei, destacando-se, nesse sentido, os comentários apresentados pelo Congresso, com relação aos referidos parágrafos.

Assim, de uma maneira simplificada — já que a questão das isenções concedidas no art. 4.º a determinadas modalidades de transação com títulos é bastante complexa, abrangendo uma variedade de hipóteses e circunstâncias distintas — pode-se afirmar que, enquanto o intuito do seu § 1.º era o de regulamentar a distribuição de *securities*, os seus §§ 3.º e 4.º destinavam-se a regular, de modo específico, alguns tipos de negociação com títulos. E é o que se depreende, claramente, do *House Report* apresentado quando da elaboração da lei. No que se refere ao § 1.º, justificava o mencionado relatório as isenções concedidas a todas as transações, exceto as executadas por um *issuer*, um *underwriter* ou um *dealer*, com a afirmação que a preocupação do *Securities Act* estava voltada, antes de mais nada, para o problema da distribuição de títulos — diferente do problema de negociação com títulos. Por esse motivo ficavam isentas todas as transações desde que não efetuadas pelas pessoas acima indicadas: “§ 1) broadly draws the line between distribution of securities and trading in securities, indicating that the Act is, in the main, concerned with the problem of distribution as distinguished from trading. It, therefore, exempts all transactions except by issuer, underwriter or dealer”.<sup>16</sup>

Da mesma forma, o mesmo relatório, abordando as isenções concedidas aos *dealers*, no § 3.º, novamente enfatizava a distinção entre distribuição e negociação, ao ressaltar que as atividades do *dealer* não se limitavam à distribuição de títulos, mas achavam-se, muitas vezes, relacionadas à sua negociação. Destarte, a lei, embora submetendo o *dealer*, enquanto agente de um processo de distribuição, às exigências do art. 5.º, isentava-o da obrigatoriedade do prospecto por ocasião da negociação com títulos, após a efetivação do período de distribuição — período este legalmente fixado:<sup>17</sup> “Recognizing that a dealer is often concerned not only with the distribution of securities but also with tra-

ding in securities, the dealer is exempted as to trading when such trading occurs a year after the public offering of the securities. Since before that year the dealer might easily evade the provision of the act by a claim that securities he was offering for sale were not acquired by him in the process of distribution but were acquired after such process had ended, transactions during that year are not exempted. The period of a year is arbitrarily taken because, generally speaking, the average public offering has been distributed within a year and the imposition of requirements upon the dealer so far as that year is concerned is not burdensome”.

Também as isenções no § 4.º — e referentes a atividades do *broker* — foram justificadas no *House Report*. Como afirmado, então, o objetivo daquele parágrafo era o de permitir a um investidor vender os seus títulos a qualquer tempo, e assim garantir um mercado de capitais sempre aberto às negociações: <sup>18</sup> “Individuals may thus dispose of their securities according to the method which is now customary without any restrictions imposed either upon the individual or the broker. This exemption also assures an open market for securities at all times.”

Como se verifica, pois, a política da lei era a de resguardar, através de um *full disclosure*, a distribuição de títulos no mercado. Ainda que o termo distribuição não tenha sido legalmente definido pelo *Securities Act* — havendo sido, entretanto, empregado em algumas de suas cláusulas como sinônimo de oferta pública — várias interpretações tanto doutrinárias quanto judiciais como que fixaram seu âmbito de delimitação. A definição mais famosa foi elaborada por ocasião do célebre caso “In the matter of Ira Haupt and Co”, quando decidiram os juízes que “a distribuição é o processo global pelo qual um bloco de títulos é fragmentado e vai finalmente parar às mãos do público investidor”. pressupondo, pois, além da oferta de um volume apreciável de títulos, um número também apreciável de investidores. <sup>19</sup>

Assim, de acordo com a regulamentação, verifica-se que um *issuer* — entendido como aquele que emite ou tenciona emitir títulos — estará sujeito ao registro todas as vezes que efetuar uma distribuição pública de *securities*. Também o *dealer*, atuando como corretor, agente ou *principal*, na distribuição de títulos emitidos por terceiros estará submetendo às mesmas exigências. Entretanto, o *dealer* não se enquadrará ao art. 5.º quando estiver simplesmente negociando títulos — após o período de distribuição, ou seja, o prazo de 40 dias depois do registro efetivo da emissão ou o início da venda dos títulos — ou quando os títulos que vender não constituírem parte do lote que inicialmente adquiriu com o objetivo de distribuir. Os *brokers*, inseridos na definição de *dealer*, também estarão isentos da obrigatoriedade do prospecto sempre que atuarem como agentes na execução de ordens de venda transmitidas pelos clientes e não receberem, por essas transações, comissões, maiores que as usuais. <sup>20</sup>

b) As isenções para underwriters

### 1. A two-step distribution

As maiores dificuldades quanto à aplicação das isenções concedidas nas hipóteses de oferta pública de títulos são as que envolvem os *underwriters*. Entre os problemas surgidos na aplicação de tal isenção destacam-se, respectivamente, a questão da revenda de títulos comprados em uma emissão privada

— *two step distribution* — e a questão da venda de títulos por acionista controlador — *secondary distribution* — as quais necessitam de várias interpretações, seja de ordem administrativa, seja de ordem judicial, para serem solucionadas.

A *two-step distribution* ocorre quando, após a venda inicial de títulos, por um emissor, a um grupo pequeno de investidores — configurando-se, então, uma oferta privada — estes mesmos investidores distribuem os títulos adquiridos a terceiros. Desde que os compradores da emissão original tenham comprado os títulos tendo em vista a sua posterior distribuição eles serão considerados *underwriters* e sujeitos à obrigatoriedade do registro no que se refere à sua revenda. Isto, em virtude da própria lei, que dentre os critérios adotados para a definição de *underwriter* especifica o da pessoa “who has purchased from an issuer with a view to distribution”.

A grande questão que se colocava estava centrada na expressão *with a view to distribution*. Na realidade, tornava-se praticamente impossível diferenciar uma compra de títulos realizada com o objetivo de distribuição, de uma compra de títulos realizada com o objetivo de investimento — critérios esses capazes de caracterizar ou não o comprador como *underwriter*. Além de a lei não haver fixado o período de tempo durante o qual o comprador deveria manter os títulos em sua posse, antes de revendê-los — para que não fosse considerado um *underwriter* — também demonstrava a experiência que, freqüentemente, ocorriam determinadas circunstâncias que praticamente forçavam o investidor — que havia comprado com o intuito de investimento — a revendê-las. Entre estas circunstâncias, por exemplo, destacavam alguns autores, o divórcio ou a morte.

Com o correr do tempo algumas linhas de orientação foram fixadas pela SEC e pelos Tribunais. Para evitar a *two-step distribution*, determinou-se que certas precauções deveriam ser tomadas, quer pelos emissores, quer pelos compradores. Assim, deveriam os emissores, por ocasião da venda originária dos títulos de sua emissão, cuidarem para que aos certificados fosse acrescentada uma legenda *restrictive legends on stock certificates* — alertando que se tratavam de títulos adquiridos numa emissão privada do emissor. Por outro lado, também os compradores deveriam cercar-se de alguns cuidados, dentre os quais o de enviar ao emissor uma *investment letter*, assegurando-lhe o seu intuito de investimento com relação aos títulos adquiridos. Estabeleceram, ainda, a SEC e os Tribunais, a *length of holding period* como o fator determinante para a comprovação do propósito de investimento, já que, certamente, “the longer the Securities are held by the original purchasers before resale, the more likely it is that the original purchase was for investment (...)”<sup>21</sup>

Assim, se a emissão havia sido adquirida como investimento ou para ser distribuída era uma questão a ser decidida em cada caso, tendo-se em vista a intenção do adquirente. Como se afirmava, esta intenção é uma questão de fato. “Geralmente, só se pode conhecer um estado de espírito através de provas indiciárias, e os atos de uma pessoa podem ser muito mais significativos a esse respeito do que suas declarações. O primeiro fator a ponderar para se inferir a intenção do comprador é, indubitavelmente, o intervalo transcorrido entre a compra e a revenda dos títulos. Embora a conservação dos títulos — qualquer que seja o prazo — não seja prova conclusiva, é evidente que quanto mais longo for o prazo em que os títulos sejam conservados mais fácil será afirmar que foram adquiridos com a finalidade de investimento (...)”<sup>22</sup>

Entretanto, as linhas de orientação acima mencionadas não eram nem esclarecedoras nem suficientes para solucionar os diferentes casos que iam surgindo

no mercado, como ficou comprovado quando da conhecida decisão "Gilligan Will & Co. V. SEC", em 1959.<sup>23</sup> De acordo com os fatos relatados durante o julgamento, Crowell-Collier Publishing Co., necessitando capitalizar-se, iniciou uma emissão privada de debêntures conversíveis em ações, no valor de quatro milhões de dólares, as quais foram subscritas por cerca de 27 investidores, inclusive quatro firmas de *broker-dealers*. Entre os subscritores estavam Gilligan Will & Co., tradicional firma de *broker-dealers*, bem como um de seus diretores, Gilligan, o qual, embora houvesse enviado *investment letters* a Crowell-Collier certificando a sua intenção de investimento, imediatamente tratou de revender parte do lote adquirido a um amigo, Louis Alter. Dez meses após Gilligan Will, Alter e o próprio Gilligan converteram as debêntures em ações ordinárias, revendendo-as com lucro na Bolsa de Valores. A seguir novamente adquiriram debêntures de Crowell-Collier, as quais, também, converteram em ações ordinárias.

A questão a ser decidida pelos Tribunais prendia-se, pois, à ocorrência de *two-step distribution*. Perguntava-se, então, se a venda a esses compradores iniciais não constituiria de fato uma oferta pública — e como tal sujeita a registro — já que como ressaltado pelo juiz, a simples comprovação de que *investment letters* haviam sido enviadas pelos compradores ao emissor certificando sobre seu intuito de investimento não era suficiente para garantir a intenção de investimento, pois a "representation by purchaser that he is taking for "investment when in fact he concurrently is dividing a participation among others or reselling a portion of a commitment to others is worthless. Issuers, underwriters or counsel cannot claim that a transaction does not involve a public offering if they not know the identity and number of initial offerees or purchasers or whether such purchasers offer or sell to others".

A defesa de Gilligan Will alicerçava-se no conceito de distribuição — estabelecido pelos próprios Tribunais — como sendo sinônimo de oferta pública. Ora, como haviam sido pouquíssimas as pessoas a quem eles haviam oferecido as debêntures (exatamente quatro) não haveria ocorrido oferta pública, não podendo eles, portanto, serem enquadrados como *underwriters* no sentido estabelecido ao art. 2 (11) e nem estarem, conseqüentemente, sujeitos às exigências do registro, conforme prescrito no art. 5.º. O argumento foi rejeitado pelo Tribunal com a alegação de que para que um *broker-dealer* pudesse demandar a isenção do registro — justificando a ocorrência de uma oferta privada — tornava-se necessário que os ofertados tivessem acesso ao mesmo tipo de informação que lhes seria oferecida pelo registro — o que, comprovadamente, não ocorreria.

Quanto ao problema do "propósito de investimento", os apelados argumentaram que somente haviam convertido e vendido as debêntures 10 meses após a sua compra (o que deixava patente sua intenção de conservá-las) e isto somente devido à informação que tiveram sobre as más condições financeiras atravessadas por Crowell-Collier, "circumstances which would lead a prudent investor to sell". A Corte rejeitou a alegação de mudança de circunstâncias apresentada, afirmando que além do período de 10 meses não ser suficiente para comprovar o propósito de investimento, "in the circumstances here presented the intention to retain debentures only if Crowell-Collier continued to operate profitably was equivalent to a 'purchased... with a view to... distribution within the statutory definition of underwriters in 2 (11)'.<sup>24</sup>

Assim estabeleceu o Tribunal que qualquer pessoa que compre títulos de um emissor tendo em vista a sua posterior distribuição será considerada *underwriter*, e, como tal, estará sujeita à obrigatoriedade do registro prevista no

art. 5.º. Conforme justificado pela Corte no caso Gilligan Will, “to hold otherwise would be to permit a dealer who speculatively purchases an unregistered security in the hope that the financially weak issuer, had as is stipulated here, ‘turned the corner’, to unload on the unadvised public what he later determines to be an unsound investment without the disclosure sought by the securities laws, although it is in precisely such circumstance that disclosure is most necessary and desirable”.<sup>25</sup>

## 2. A “secondary distribution”

Mas além da *two step distribution* também a questão da *secondary offering*, isto é, da venda pública de títulos de propriedade do acionista controlador, suscitou dúvidas, ensejando uma série de interpretações a nível administrativo e judicial.

De acordo com o *Securities Act*, de 1933, um *underwriter* é a pessoa que compra, vende ou participa da distribuição pública de títulos de um emissor. Adicionalmente, considera a lei, para efeitos da definição de *underwriter*, que o termo emissor “shall include, in addition to an issuer, any person directly or indirectly controlling or controlled by issuer, or any person under direct or indirect common control with the issuer”. Assim, o conceito de *underwriter* inclui não somente os que adquirirem a emissão objetivando distribuí-la, mas também os que adquirem títulos de acionistas controladores com a mesma finalidade.

A idéia subjacente a esta conceituação é a de que o sistema de *disclosure* exige amplos esclarecimentos sobre todos os fatos relacionados à distribuição de títulos, compreendendo, neste sentido, não só “a distribuição de nova emissão de capital, mas também a redistribuição de títulos em circulação, que assume as características de nova distribuição, em virtude do controle que o proprietário dos títulos, objeto da operação possui sobre o emissor. A fim de garantir a aplicação universal do princípio de “amplos esclarecimentos”, a lei adota o critério de que o acionista controlador é emissor, no que respeita ao *underwriter*, e que qualquer pessoa que distribui títulos do acionista controlador é *underwriter*. Conseqüentemente, as “distribuições secundárias” (*secondary distribution*) feitas para acionistas controladores, por *underwriters*, estão sujeitas a registro”.<sup>26</sup>

A definição de controle está contida na Regra 405, significando o poder para dirigir ou fazer dirigir a administração e a política da sociedade, seja pela propriedade de ações com direito a voto, seja mediante contrato, ou por qualquer outra forma.<sup>27</sup> Deste modo o controle é, antes de mais nada, uma questão de fato: “a particular corporation may be found to be controlled by one or a number of shareholders, by the chief executive officer, by some or all of directors, or by some other person or combination”.<sup>28</sup>

As dificuldades no que se refere à venda de ações do acionista controlador relacionavam-se à interpretação a ser dada ao termo *underwriter* contido no art. 2 (11), que incluía em seu texto “. . . any person . . . controlling or controlled by the issuer, or any person, under . . . common control with the issuer”. Como se perguntava, em face desta definição, uma firma de *broker-dealer* vendendo títulos por ordem do acionista controlador seria considerada como um *underwriter* — e logo submetida à obrigatoriedade do registro prescrito no art. 5 — ou seria simplesmente enquadrada à definição de “broker” — e como tal, isenta desta exigência, conforme previsto no art. 4 (4)? A primeira orientação de

ordem judicial neste sentido foi dada na célebre decisão "In the matter of Ira Haupt & Co.", 1946.<sup>29</sup>

De acordo com os fatos relatados, a firma de corretagem Ira Haupt & Co. vendera na Bolsa de Nova York, sem o competente registro, cerca de 93.000 ações de Park & Tilford, pertencentes a David Schulte, seu acionista controlador. As vendas foram efetuadas em pequenos lotes de 200 ou 300 ações cada um, durante aproximadamente seis meses. Segundo as alegações apresentadas pela SEC, tais transações deveriam ter sido precedidas do registro, uma vez que Ira Haupt ao distribuir os títulos pertencentes ao acionista controlador de Park & Tilford, atuara como um *underwriter* de acordo com a própria definição contida no art. 2 (11). Entretanto, contrariamente posicionava-se Ira Haupt, argumentando em sua defesa que tal não sucedera já que, na realidade, vendera apenas pequenos lotes de ações — o que, evidentemente, não chegava a caracterizar um processo de distribuição. Além do mais, continuava Ira Haupt, a firma simplesmente negociara as ações em cumprimento às solicitações de seu cliente David Schulte — operação essa que estava isenta do registro conforme prescrevia o art. 4 (4).

A Corte rejeitou ambas as alegações apresentadas por Haupt. Em primeiro lugar, afirmando que, embora as ações houvessem sido vendidas através de pequenos lotes, ocorrera de fato uma distribuição, na medida em que 93.000 dessas ações haviam chegado às mãos do público investidor. Em segundo lugar, afirmando que a isenção pretendida por Ira Haupt somente seria aplicável às negociações efetuadas por *brokers* "in the normal course of brokerage business" e não a distribuição de títulos de propriedade do acionista controlador através dos mecanismos de Bolsa. Isto porque "the primary purpose of the Act was to provide prospective investors through the registration and prospectus requirements, with a source of reliable information on the basis of which they can reach informed judgments whether or not to buy securities publicly offered. . ."<sup>30</sup>

Como visto, pois, através da simples interpretação da definição de *underwriter* tornava-se difícil estabelecer com precisão as condições necessárias para que a venda de ações de um controlador ou a revenda de títulos adquiridos numa oferta privada não configurassem uma *secondary offering* ou uma *two-step distribution*. Enquanto no caso da *secondary offering* as maiores dúvidas concentravam-se na quantidade de títulos que poderiam ser vendidos pelo controlador para que não se concretizasse uma distribuição, no caso de *two-step distribution* os problemas giravam em torno dos critérios a serem seguidos pelo comprador dos títulos de maneira a comprovar o seu intuito de investimento.

### 3. A "Rule" 144

Tendo em vista a problemática acima mencionada a SEC elaborou, em janeiro de 1972, a "Rule" 144, destinada, de acordo com as próprias palavras do texto, a "criar maior certeza e precadibilidade na aplicação das prescrições sobre o registro constantes na lei, substituindo standards subjetivos por outros mais objetivos". Da leitura de suas Notas Preliminares depreende-se sua dupla finalidade. De um lado, "proibir a criação de mercados públicos de valores por parte de emissores a respeito dos quais não existam informações correntes ao alcance do público". De outro, "permitir a venda pública, em negociações normais, de quantidades limitadas de valores — desde que haja informações

adequadas e atualizadas acerca do emissor — por parte de pessoas que controlam, são controladas ou estão em controle comum com o emissor, como também, por parte de pessoas que tenham adquirido valores restritos do emissor”.<sup>31</sup>

Partindo do pressuposto que o conceito de distribuição é, na realidade, o conceito chave na interpretação do termo *underwriter*, esclarece a “Rule”, em seu preâmbulo, o intuito desta nova regulamentação, ao afirmar que:

“( . . . ) o termo *underwriter* é definido amplamente no art. 2 (11) da lei ( . . . ) A interpretação desta definição tem-se focalizado tradicionalmente, na palavra ‘visando’, da frase ( . . . ) comprado de um emissor visando ( . . . ) a distribuição. Assim um banco de investimento que combine com um emissor a venda pública de seus valores é, evidentemente, um *underwriter*, de acordo com este artigo. Investidores individuais que não sejam profissionais no mercado também poderão ser considerados *underwriter*, no sentido legal do termo, se atuarem como elos numa cadeia de transações pela qual os títulos são transferidos de um emissor para o público. Como é difícil averiguar o estado mental do comprador, na hora da aquisição, atos e circunstâncias subseqüentes têm sido considerados para determinar se tal pessoa comprou visando distribuição. Tem-se dado importância a fatores tais como o espaço de tempo durante o qual a pessoa reteve os títulos e a ocorrência de mudanças imprevisíveis na situação do comprador. A experiência tem demonstrado, porém, que tais fatores ( . . . ) não são capazes de assegurar proteção adequada aos investidores ( . . . ).

Deve-se observar que a linguagem estatutária está no disjuntivo. Assim, não se pode concluir que uma pessoa não seja um *underwriter* apenas porque não tenha comprado títulos de um emissor visando a sua distribuição. Torna-se necessário provar, também, que ela não está oferecendo ou vendendo para um emissor, num processo de distribuição, que não participa nem tenha participado direta ou indiretamente de qualquer empreendimento desta natureza, nem tenha participado direta ou indiretamente do *underwriting* de tal empreendimento ( . . . )”.

Para que se possa, então, determinar as circunstâncias e os limites a serem observados, quando da revenda de títulos por um controlador ou por um investidor que os tenha adquirido numa distribuição privada — sem que se tenha que recorrer ao registro prescrito no *Securities Act* — enumerou, a SEC, uma série de fatores a serem considerados.<sup>32</sup> Dentre eles, a disponibilidade de informações ao público investidor, informações estas que devem ser, basicamente, as mesmas que lhes seriam fornecidas pelo registro. Também o período de retenção — *holding period* — é considerado, exigindo, a “Rule” 144, que os títulos a serem revendidos, além de terem permanecido em mãos do atual vendedor durante um período mínimo de dois anos, já tenham sido integralmente pagos. Isto, conforme explicado nas Notas Preliminares à “Rule”, para assegurar que aqueles investidores que compraram títulos baseados numa isenção do art. 4 (2) tenham assegurado “the economic risk of investment” e não estejam atuando como simples promotores da venda de valores não registrados junto ao público. O terceiro fator a ser considerado para caracterizar ou não uma distribuição é o impacto da transação sobre o mercado. Como enfatizado na própria “Rule” 144, o propósito do art. 4 (1) foi o de “isentar apenas as transações rotineiras entre investidores individuais com relação a títulos já emitidos, e não as distribuições realizadas por emissores ou pessoas a ele equiparadas”. Sendo assim, qualquer investidor que pretenda vender seus títulos, de acordo com o art. 4 (1), deverá atentar para que esta negociação envolva somente

quantidade limitada de *securities*, de maneira a não perturbar o mercado, já que quanto maior a quantidade de títulos envolvidos mais provavelmente “such resales may involve methods of offering and amounts of compensation usually associated with distribution rather than routine trading transactions”. Como último fator especifica a “Rule” 144 — colocando ênfase no seu propósito de resguardar as vendas “não pública de títulos” — que estes deverão ser vendidos em operações normais de corretagem — “ordinary brokerage transaction” — tais como as prescritas no art. 4 (4), não envolvendo qualquer remuneração ou solicitação especial.

### 3. O tratamento legal da emissão privada de ações

Entretanto, cuidou também o *Securities Act*, de 1933, de regulamentar a “oferta privada” de títulos, ao isentar, no art. 4 (2), as “transactions by an issuer not involving any public offering”. O objetivo da lei ao promover a distinção entre oferta pública e privada prende-se, conforme se verifica dos relatórios apresentados pelo Congresso, ao desinteresse do Governo em regular determinadas transações “onde, ou não fosse necessária a proteção legal como nos casos de venda privada de títulos efetuada pelo emissor a companhias de seguro ou a grupos limitados de investidores experimentados... desde que fosse seu próprio dinheiro que estivessem gastando... ou onde fossem muito pequenos os benefícios concedidos ao público”. De acordo com os House Reports, de 1933, “the exemption permits an issuer to make a specific or an isolated sale of its securities to a particular person... [It is one of the exemptions directed to transactions] where there is no practical need for [the bill’s] application or where the public benefits are too remote. Sales of stock to stockholders are so small in number that the sale to them does not constitute a public offering (...).<sup>33</sup>

O fato é que a definição de oferta privada simplesmente como aquela “não envolvendo nenhuma oferta pública”, criou, por sua falta de clareza, graves problemas de interpretação. Embora o Congresso houvesse rejeitado propostas no sentido de que as ofertas efetuadas genericamente aos acionistas da empresa ou a seus empregados fossem consideradas privadas, não se sabia como interpretar a mencionada isenção nos casos em que, por exemplo, a oferta se dirigisse a um pequeno número de acionistas ou fosse limitada somente aos empregados-chave do emissor (*key-employees*). Afinal, o que se perguntava, eram quais os limites que deveriam ser atribuídos às expressões “um pequeno número de investidores ou oferta pública” a que se referira o Congresso na frase “sales of stock to stockholders become subject to the Act unless the stockholders are so small in number that the sale to them does not constitute a public offering”.

Como não houvesse, até então, nenhum conceito específico a respeito da palavra “público”, capaz de auxiliar na distinção entre uma oferta pública e privada, os Tribunais passaram a julgar cada caso à luz das circunstâncias em que haviam se desenvolvido, ficando célebre a interpretação dada no caso *SEC V. Sunbean Gold Mine*. Neste caso, ocorrido em 1938, sustentou a Corte que a oferta efetuada a 530 acionistas de duas empresas que pretendiam se fundir constituía uma oferta pública, já que o simples fato de ser a oferta efetuada a um grupo previamente determinado de investidores não era, de forma alguma, critério suficiente para definir o seu caráter privado: “In its broadest meaning the term ‘public’ distinguishes the populace at large from groups of individual

members of the public segregated because of some common interest or characteristic. Yet such a distinction is inadequate for practical purposes; an offering of securities to all redheaded men, to all residents of Chicago or San Francisco, to all existing stockholders of the General Motors Corporation or the American Telephone & Telegraph Company, is no less 'public', in every realistic sense of the world, than an unrestricted offering to the world at large. Such an offering, though not open to everyone who may choose to apply, is none the less 'public' in character, for the means used to select the particular individuals to whom the offering is to be made bear no sensible relation to the purposes for which the selections is made. . . . To determine the distinction between public and private in any particular context, it is essential to examine the circumstances under which the distinction is sought to be established and to consider the purposes sought to be achieved by such distinction".<sup>34</sup>

Procurando suprimir tais incertezas, elaborou a Comissão, um parecer determinando que a configuração de uma oferta privada deveria ser entendida como uma questão de fato, dependendo, pois, para a sua efetivação, da análise de uma série de circunstâncias. Dentre elas, destacava o Securities Act Release n. 285, o número de ofertados, fixando, em princípio, que "under ordinary circumstances an offering to not more than approximately 25 persons is not an offering to a substantial number and presumably does not involve a public offering". Além deste critério numérico estabeleceu também a SEC quatro outros fatores a serem concomitantemente observados: o número de ofertados e as relações que mantêm com o emissor e entre si; o número de unidades oferecidas; o volume da oferta e a forma da oferta.

Além do número de ofertados — já que o critério determinante repousava não no número de compradores mas sim no número de pessoas às quais os títulos seriam oferecidos — deveriam ser observadas, de acordo com o parecer da SEC, também as relações dos ofertados entre si e com o próprio emissor. Normalmente, a oferta efetuada a um maior número de pessoas presumiria uma oferta pública, enquanto uma oferta feita a pessoas que tivessem um conhecimento especial do emissor poderia, em alguns casos, ser considerada como privada. Quanto ao número de unidades oferecidas a tendência era de se admitir que muitas unidades de pequeno valor caracterizariam mais facilmente um processo de distribuição e, conseqüentemente, uma oferta pública, enquanto o seu oposto, ou seja, um volume pequeno de títulos de alto valor ofertados a poucos investidores levaria, a princípio, a pressupor uma oferta privada. No que se refere ao volume da oferta, pretendia a Comissão, ao delimitar-lhe o âmbito, além de garantir que as isenções estivessem voltadas somente para os pequenos lançamentos de títulos, evitar a possibilidade de que estes viessem a ser posteriormente redistribuídos ao público. O último fator a ser considerado, — a forma de oferta —, levava ao entendimento que as transações efetuadas mediante negociações diretas entre o emissor e os ofertados seriam provavelmente privadas, enquanto a utilização do sistema de distribuição para a oferta, configuraria, na maior parte das vezes uma oferta pública.

Apesar da linha adotada pela SEC, no sentido de orientar a delimitação da oferta privada, a questão não ficara ainda suficientemente clara, cabendo, posteriormente, aos Tribunais americanos, a partir do célebre caso *Ralston Purina*, julgado em 1953, a fixação de tais limites.<sup>35</sup>

No caso Ralston Purina — empresa voltada para a produção de sementes e cereais, com cerca de 7.000 empregados espalhados pelos vários Estados americanos, como também pelo Canadá — discutiu-se a oferta de ações em tesouraria, feita pela Companhia, a aproximadamente 300 de seus empregados estaria enquadrada à isenção do art. 4 (2). Conforme apurado durante o julgamento, a firma adotara, já há vários anos, a política de incentivar seus empregados a tornarem-se também seus sócios desde que estes... “without any solicitation by the company, or its officers or employees, inquire of any of them as to how purchase common stock of Ralston Purina Company”. Embora houvesse ficado constatado que entre 1947 e 1951 a empresa vendera, desta maneira, provavelmente 2 milhões de dólares em ações, alegava Ralston Purina, em sua defesa, o fato de a oferta não haver sido efetuada a todos os empregados mas somente aos que qualificava como empregado-chave, ou seja “(...) an individual who is eligible for promotion an individual who especially influences others who advises others, a person whom the employees look to in some special way, an individual, of course who carries some special responsibility, who is sympathetic to management and is ambitious and the management feels is likely to be promoted to a greater responsibility”. Mas, conforme constatado durante o inquérito, a realidade era outra, já que grande parte dos títulos havia sido adquirido por carregadores, estenógrafos, encarregados do almoxarifado, veterinários etc. os quais evidentemente, não se enquadravam à definição de *key-employee* apresentada.

A decisão adotada pela Suprema Corte alicerçou-se basicamente numa interpretação teológica. Fundamentando-se tanto na finalidade do *Securities Act* — qual seja, a de proteger o investidor através do *disclosure* de informações, como também no objetivo da própria isenção, que conforme expresso no relatório do Congresso, era a de isentar transações “where there is no practical need for... (the bill’s) application”, concluiu o Tribunal que “the applicability of § 4 (2) should turn on whether the particular class of persons affected need the protection of the Act. An offering to those who are shown to be able to fend for themselves is a transaction not” involving any public offering.

O caso Ralston Purina tornou-se um “leading case” determinando pela primeira vez, a nível jurisprudencial, que o fator numérico não constituía, com efeito, o critério fundamental quanto a determinação de uma oferta privada. A decisão do Tribunal ao considerar que, no caso em questão, “the employees were not shown to have access to the kind of information which registration would disclose...” tornou patente que os simples números não seriam suficientes para justificar a aplicabilidade de isenção. Tornava-se necessário, caso se pretendesse resguardar a filosofia do *disclosure* implícita na lei, determinar, em cada caso, se os ofertados poderiam passar sem as informações que lhes seriam prestadas pelo registro, como também, verificar se eles chegaram a ter acesso ao mesmo tipo de informação que estaria disponível através do registro.

Após a decisão do caso Ralston Purina vários outros se sucederam nos Tribunais americanos, sem que, entretanto, ficasse estabelecida uma linha suficientemente clara quanto à interpretação da isenção do art. 4 (2). A questão era realmente, complexa, pois embora os quatro fatores anteriormente mencionados — número de ofertados e sua relação com o emissor e entre si, número de unidades oferecidas, volume e forma da oferta — constituíssem a base para todos e qualquer argumentação judicial, as circunstâncias variavam de caso a

caso, tornando impossível que estes critérios fossem avaliados de maneira uniforme.

Em abril de 1974, procurando criar *standards* mais objetivos para a delimitação da oferta privada, a SEC elaborou a *Rule 146*, na qual foram analisados um a um, os principais problemas concernentes à aplicação do art. 4 (2). Considerando que uma regulamentação mais precisa sobre a isenção concedida às ofertas privadas seria de interesse público, na medida em que além de garantir ao investidor a proteção oferecida pelo processo de registro, reduziria as incertezas dos empresários quanto às possibilidades de sua utilização, resumiu a SEC, em uma única frase, os conceitos fundamentais para a determinação das ofertas privadas: "(...) The Commission is of the view that the significant concepts in determining when transactions are deemed to involve any public offering are access to the same kind of information that registration would disclose and the ability of offerees to fend for themselves so as not to need the protection afforded by registration".<sup>36</sup>

Os principais pontos abordados na *Rule 146* referem-se, respectivamente, à maneira da oferta, à natureza dos ofertados, ao acesso ou ao fornecimento de informações sobre o emissor, às limitações ao número de compradores e, finalmente, à possibilidade de disposição subsequente dos títulos adquiridos em transações privadas.

O acesso às informações ou o seu fornecimento pelo emissor constituem pontos básicos da regulação, em face dos numerosos problemas que haviam suscitado. Em vários casos havia sido alegado perante os Tribunais que algumas pessoas, como, por exemplo, empresários, advogados ou financistas, não necessitavam da proteção legal no que se refere ao *disclosure* — por serem investidores "sofisticados". De maneira idêntica, também já se alegara que determinados indivíduos, entre os quais, diretores ou administradores de companhias também não necessitavam de tal proteção, em virtude de sua posição que os capacitava a obter diretamente as informações necessárias.<sup>37</sup> A Comissão, entretanto, definiu seu entendimento a respeito, concluindo que, para determinar se os ofertados necessitavam ou não da proteção do registro não bastava determinar o grau de sofisticação do investidor mas era essencial "to consider whether the offerees has access to or has been furnished with the same kind of information that registration would disclose as well as an opportunity to acquire additional information necessary to verify that disclosure".

A Comissão, então, após definir, na *Rule 146*, "acesso" como uma relação que só pode existir em função da "posição" do ofertado em relação ao emissor conceituou "posição" como significando "an employment or family relationship or economic bargaining power" capaz de facultar ao oferecido a obtenção de informações acerca do emissor, de maneira a poder avaliar os riscos e os méritos do investimento em perspectiva. Dispõe, a seguir, o Regulamento, como critério básico para a aplicabilidade da isenção que "deverá ser fornecido a cada ofertado" ou "cada ofertado deverá ter acesso (...) " (...) ao mesmo tipo de informações que é especificado no Anexo A (do *Securities Act*, de 1933) até o ponto em que o emissor possuir tal informação ou puder adquiri-la sem excessivo esforço ou despesa (...).<sup>38</sup>

A natureza dos ofertados também é analisada tendo em vista determinar — tanto antes da oferta quanto antes da venda dos títulos — sua capacidade de avaliar o investimento ou de suportar os riscos econômicos, por acaso decor-

rentes. Como prescreve a *Rule 146* "... The issuer shall have reasonable grounds to believe... either that the offeree has such knowledge and experience he is capable of evaluating the merits and risks of the proposed investment or that the offeree can bear the economic risk of the investment (...)"<sup>39</sup>

Também estabeleceu a *Rule 146* algumas limitações no que se refere à maneira da oferta excluindo a possibilidade da venda de títulos mediante a utilização de qualquer meio de publicidade. Destarte, nem o emissor nem qualquer pessoa agindo em seu nome "poderá oferecer, oferecer para vender, oferecer à venda ou vender títulos por meio de qualquer forma de solicitação ou propaganda (*general solicitation or general advertising*) dentre as quais: anúncios, artigos avisos ou outras comunicações publicadas em qualquer jornal, revistas ou transmitidas pelo rádio ou televisão; seminário ou reuniões; cartas-circulares ou outra comunicação escritas etc."<sup>40</sup>

A limitação no número de compradores foi, da mesma forma, regulamentada, especificando a *Rule 146* que o "emissor deverá ter motivos razoáveis para acreditar que não existam mais do que 35 compradores para os títulos em qualquer oferta". Isto porque, conforme explicam as Notas Preliminares ao Regulamento, "limitation on the number of purchasers serves to assure that the offering does not involve or result in a deferred distribution". Deve-se observar que a introdução do princípio da limitação do número de compradores constitui, sem dúvida alguma, uma mudança radical das interpretações anteriores, as quais se concentravam, basicamente, na limitação do número de ofertados. Entretanto, determinados indivíduos, como por exemplo, os parentes ou cônjuges do comprador, desde que tenham o seu mesmo domicílio, ou as pessoas que comprem títulos no valor igual ou superior a 150.000 dólares são excluídas pelo *Rule 146*, do cômputo geral dos 35 compradores.<sup>41</sup> Em último lugar, prescreve a *Rule 146* uma série de limitações quanto à disposição dos títulos.<sup>42</sup> Assim, como o regulamento só é aplicável aos emissores, cabe-lhes tomar uma série de medidas no sentido de garantir que os títulos vendidos em conformidade com as disposições regulamentares não sejam revendidos pelos compradores. Como explicado nas Notas Preliminares, "Person who acquire securities from issuer in transaction complying with the Rule acquire securities that are registered in that they can be reoffered and resold only if registered under the Act or pursuant to an exemption from such registration provisions. In this connection, *Rule 144* under the Act, provides objective standards for the public resale of restricted securities". Por esse motivo, determina a *Rule 146* que o emissor deve precaver-se para assegurar que os compradores não sejam *underwriters* no sentido do art. 2 (11) do Securities Act, adotando, entre outras, as seguintes medidas: averiguações para determinar se o comprador está adquirindo os títulos por conta própria ou para outrem; colocação de legendas nos certificados dos títulos afirmando não haver eles sido registrados de acordo com a lei ou fazendo referência às restrições quanto à possibilidade de sua transferência ou venda; obtendo, por parte dos compradores, um compromisso escrito de não vender os títulos sem antes registrá-los.

### OBSERVAÇÕES FINAIS

Como observado, os principais critérios a serem utilizados para a delimitação entre as emissões públicas e privadas de valores mobiliários, nos Estados

Unidos, foram sendo fixados ao longo do tempo e seu âmbito de aplicação determinado, gradativamente, pelas instâncias judicial e administrativa.

Entretanto, não se pode afirmar que a questão esteja solucionada de forma definitiva. Isto porque, ainda que a "Rule" 146 tenha elencado uma série de *standards* — que devem ser conjuntamente apreciados — alguns deles, pelo alto grau de subjetividade de que estão revestidos, tornam-se, na prática, de difícil aferição. Além do mais, como reconhece a própria Comissão, "nenhum regulamento poderá cobrir, com exclusividade, toda as modalidades legítimas de oferta de compra e venda de títulos a particulares".<sup>43</sup>

Tais observações são importantes no presente momento, quando se sabe que a CVM pretende encaminhar ao mercado projeto de Instrução regulamentando as emissões públicas e privadas de valores mobiliários.

Na realidade, a Lei 6.385/76 não estabeleceu os exatos limites para a configuração de uma emissão como pública ou privada, mas somente elencou, no § 3.º do art. 19, os critérios básicos para a caracterização das emissões públicas, ou seja: a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospecto ou anúncios destinados ao público; a procura de subscritores ou adquirentes para os títulos por meio de empregados, agentes ou corretores; a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público ou com a utilização dos serviços públicos de comunicação. Conseqüentemente, na ausência de uma conceituação legal de uma emissão privada, deverá ser considerada como tal toda a oferta que não se enquadrar às prescrições legalmente estabelecidas para as emissões públicas.

Ora, recentes Inquéritos Administrativos da CVM vêm demonstrando que as disposições do art. 19 não são nem suficientemente precisas nem suficientemente claras para dirimir as dúvidas crescentes que envolvem tal caracterização. Por esse motivo, a fixação dos critérios determinadores entre ambas as modalidades de oferta destacam-se entre os principais problemas a serem enfrentados pela Comissão, e, certamente, para a sua solução muito poderá contribuir a análise da experiência do modelo americano, no qual se inspirou a nossa atual regulamentação de mercado.

#### NOTAS

1. As *blue sky laws*, leis estaduais que regulamentam a negociação de valores mobiliários, foram assim denominadas porque haviam sido promulgadas com o intuito de impedir as freqüentes manobras especulativas no mercado, as quais, conforme se afirmava, então, "have no more basis than so many feet of blue sky" (*Black's Law Dictionary*, 5th edition, West Publishing Company, 1979, p. 157).

2. Ballantine, Henry Winthrop. *Ballantine on Corporations*. Callaghan and Company. Chicago, 1946, p. 873.

3. "(...) those needing investment guidance will receive small comfort from the balance sheets, contracts or compilation of the data revealed in the registration statement. They either lack the training or intelligence to assimilate then and find then useful or are so concerned with a speculative profit as to consider then irrelevant." (Loss, Louis. *Securities Regulation*, Little Brown and Company, Boston, Toronto, 1961, p. 178).

4. Loss, Louis. Obra citada, p. 127.

5. A respeito, consultar: Eizirik, Nelson Laks, "O papel do Estado na Regulação do Mercado de Capitais", IBEMEC, Rio de Janeiro, 1977, pp. 120-21 e Barros Leães, L. G. Paes de, *Mercado de Capitais & Insiders Trading*, São Paulo, 1978, p. 104.

6. Barros Leães, L. G. Paes de. Obra citada, p. 96.

7. Cary, William L. e Eisenberg, Melvin Aron, *Corporations*, The Foundation Press Inc., New York, 1980, pp. 1.177-8.

8. "The term interstate commerce means trade or commerce in securities or any transportation or communication relating there to among the several States or between the District of Columbia or any of the United States and any State or other Territory or between any foreign Country and any State, Territory or the District of Columbia, or within the District of Columbia".

9. "Sec. 5. (a) Unless a registration statement is in effect as to a security it shall be unlawful for any person, directly or indirectly:

(1) to make use of any means or instruments of transportation or communication in interstate commerce or of the mails to sell such security through the use or medium of any prospectus or otherwise; or

(2) to carry or cause to be carried through the mails or in interstate commerce, by any means or instruments of transportation, any such security for the purpose of sale or delivery after sale".

10. "(b) It shall be unlawful for any person, directly or indirectly — (1) to make use of any means or instruments of transportation or communication in interstate commerce or of the mails to carry or transmit any prospectus relating to any security with respect to which a registration statement has been filed under this title, unless such prospectus meets the requirements of section 10; or

(2) to carry or cause to be carried through the mails or in interstate commerce any such security for the purpose of sale or for delivery after sale, unless accompanied or preceded by a prospectus that meets the requirements of subsection (a) or section 10".

11. "(c) It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, to make use of any means or instruments of transportation or communication in interstate commerce or of the mails to offer to sell or offer to buy through the use or medium of any prospectus or otherwise any security, unless a registration statement has been filed as to such security or while the registration statement is the subject of a refusal order or stop order or (prior to the effective date of the registration statement) any public proceeding or examination under section 8."

12. O art. 4.º, do *Securities Act*, de 1933, dispõe:

"Sec. 4. The provisions of section 5 shall not apply to:

1. transactions by any person other than an issuer, underwriter, or dealer.

2. transactions by an issuer not involving any public offering.

3. transactions by a dealer including an underwriter no longer acting as a underwriter in respect of the security involved in such transaction, except:

A) transactions taking place prior to the expiration of forty days after the first date upon which the security was bona fide offered to the public by the issuer or by or through an underwriter, B) transactions in a security as to which a registration statement has been filed taking place prior to the expiration of forty days after effective date of such registration statement or prior to the expiration of forty days after the first date upon which the security was bona fide offered to the public by the issuer or by or through an underwriter after such effective date, whichever is later (excluding in the computation of such forty days any time during which a stop order issued under section 8 is in effect as to the security), or such shorter period as the Commission may specify by rules and regulations or order, and C) transactions as to securities constituting the whole or a part of an unsold allotment to or subscription by such dealer as a participant in the distribution of such securities by the issuer or by or through an underwriter.

With respect to transactions referred to in clause B), if securities of the issuer have not previously been sold pursuant to an earlier effective registration statement the applicable period, instead of forty days, shall be ninety days, or such shorter period as the Commission may specify by rules and regulations or order.

4. brokers transactions executed upon customers' orders on any exchange or in the over the-counter market but not the solicitation of such orders (...)"

13. "Sec. 2 (4), do *Securities Act*, de 1933: The term issuer means every person who issues or proposes to issue any security (...)"

14. Sec. 2, 12, do *Securities Act*, de 1933: "The term dealer means any person who engages either for all or part of his time, directly or indirectly, as agent broker, or principal, in the business of offering, buying, selling, or otherwise dealing or trading in securities issued by another person".

15. Sec. 2, 11, do *Securities Act*, de 1933: "11. The term *underwriter* means any person who has purchased from an issuer with a view to, or offers or sells for an issuer in connection with, the distribution of any security, or participates or has a direct or indirect participation in any such undertaking, or participates or has a participation in the direct or indirect underwriting of any such undertaking; but such' term shall not include a person whose interest is limited to a commission from an underwriter or dealer not in excess of the usual and customary distributors' or sellers' commission. As used in this paragraph the term *issuer* shall include, in addition to an issuer, any person directly or indirectly controlling or controlled by the issuer, or any person under direct or indirect common control with the issuer".

16. Jennings, Richard W. e Marsh Jr. Harold. *Securities Regulation*. The Foundation Press Inc, Mineola, New York, 1977, p. 293.

17. Jennings, Richard W. e Marsh Jr. Harold. Ob. cit., p. 293. Deve-se observar, entretanto, que o período de um ano foi abreviado para 40 dias, em 1954.

18. Jennings, Richard W. e Marsh Jr. Harold. Ob. cit., p. 294.

19. *Casenote Legal Briefs. Securities Regulation*. Casenote Publishing Co. Inc., Beverly Hills, 1978, p. 12.

20. Bastante interessante é a afirmação de Loss, o qual, após analisar o conjunto de isenções concedidas no art. 4.º, conclui que os princípios gerais estabelecidos no art. 5.º devem ser entendidos como aplicáveis "(...) to any transaction by an issuer or underwriter in connection with a primary distribution (that is, a public offering) by the issuer or a secondary distribution by a person in control relationship with the issuer or any transaction by a dealer within forty days after the beginning of such longer period as he personally may still be engaged in distributing". (Loss, Louis. Ob. cit., pp. 183-4).

21. Deve-se observar, entretanto, que o critério de tempo não constitui por si só uma evidência, devendo ser considerado em conjunto com outros fatores, conforme determina o SA Release n. 3.825, de 1957. Barber, David H. *Gilbert Law Summaries — Securities Regulation*. Harcourt Brace Jovanovich, Legal and Professional Publication Inc., First Edition, 1979, p. 48.

22. *O mercado de capitais dos Estados Unidos — Organizações e Práticas*, 2.ª ed. provida por Benedicto Ferri de Barros, com o patrocínio da Bolsa de Valores de São Paulo e da Acrefi — Associação das Empresas de Investimentos, Crédito e Financiamento, p. 301.

23. Para maiores esclarecimentos sobre o caso, consultar Jennings, Richard e Marsh Jr., Harold. Ob. cit., pp. 385-407.

24. Cary, William L. e Eisenberg, Melvin Aron. Ob. cit., p. 1.259.

25. Idem, pp. 1.259-60.

26. *O mercado de Capitais nos Estados Unidos, Organizações e Práticas*, obra citada, pp. 301-2.

27. Rule 405: "The term control (including the terms controlling, controlled by and under common control with) means the possession, direct or indirect, of the power to direct or cause the direction of the management and policies of a person whether through the ownership of voting securities, by contract or otherwise".

28. Cary, William L. e Eisenberg, Melvin Aron. Ob. cit., p. 1.254.

29. "In the matter of Ira Haupt & Co.", *Securities and Exchange Comm.*, 1946, 23 SEC 589.

30. Cary, William L. e Eisenberg, Melvin Aron. Ob. cit., pp. 1.254-5.

31. Vale observar que os "valores restritos" a que se refere a "Rule" 144, são aqueles adquiridos direta ou indiretamente do emissor ou do controlador, numa oferta privada de títulos, como também aqueles emitidos de acordo com a "Rule" 240 (a qual permite a um emissor vender um número limitado de títulos a um número limitado de compradores, durante o período de um ano, sem o registro prescrito no art. 5, desde que observadas determinadas condições) (Barber, David H. Obra citada, p. 49).

32. Vale ressaltar que, para efeitos do presente texto, somente foram consideradas as disposições gerais prescritas na "Rule" 144, não havendo qualquer preocupação em detalhá-las.

33. A respeito, consultar Loss, Louis. Ob. cit., pp. 653-65 e Cary, William e Eisenberg, Melvin Aron. Ob. cit., pp. 1.231-43.

34. Cary, William e Eisenberg, Melvin Aron. Ob. cit., p. 1.233.

35. Ver, a respeito, *SEC v. Ralston Purina Co.* Supreme Court of the United States, 1953, 346 U.S., 119, 73, S. Ct. 981, 97, L. Ed. 1494.

36. De acordo com a "Rule" 146, em suas Notas Preliminares: "(...) The Courts and the Commission have interpreted the section 4 (2) exemption to be available for offering to person who have access to the same kind of information that registration would provide and who are able to fend for themselves. The indefiniteness of such terms as "public offering", "access" and "fend for themselves" has led to uncertainties with respect to the availability of the Section 4 (2) exemption. Rule 146 is designed to provide to the extent feasible, objective standards upon which responsible businessmen may rely in raising capital under claim of the Section 4 (2) exemption and also to deter reliance on that exemption for offering of securities to person who need the protection afforded by the process".

37. No caso *Hill York Corp. V. American International Francises Inc.* decidiram os juizes que "that every offeree had to have information equivalent to that which a registration statement would disclose". Rejeitando a alegação apresentada de que investidores em questão possuíam um alto grau de sofisticação, afirmaram os juizes que, "even if the offerees were lawyers and businessmen, if they did not possess the information required to be contained in a registration statement, they could not bear in deciding whether or not to invest". (Jennings Richard W. e Marsh Jr., Harold, Ob. cit., p. 392).

38. Rule 146 — e (Access to or Furnishing of information) Note: Access can only exist by reason of the offerees position with respect to the issuer. Position means an employment or family relationship or economic bargaining power that enables the offeree to obtain information from the issuer in order to evaluate the merits and risks of the prospective investment.

(1) Either

(I) each offeree shall have access during the course of the transaction and prior to the sale to the same kind of information that is specified in Schedule A of the Act, to the extent that the issuer possesses such information or can acquire it without unreasonable effort or expense; or

(II) each offeree or his offeree representative (2), or both, shall have been furnished during the course of transaction and prior to sale, by the issuer or any person acting on its behalf, the same kind of information that is specified in Schedule A of Act to the extent that the issuer possesses such information or can acquire it without unresonable effort or expense (...).

39. Rule 146, d: (Nature of Offeree) "The issuer and any person acting on its behalf who offer, offer to sell, offer for sale or sell the securities shall have reasonable grounds to believe and shall believe:

(1) immediately prior to making any offer, either:

(I) that the offeree has such knowledge and experience in financial and business matters that he is capable of evaluating the merits and risks of the prospective investment, or

(II) that the offeree is a person who is able to bear the economic risk of the investment; and

(2) immediatly prior to making any sale, after making reasonable inquiry, either:

(I) that the offeree has such knowledge and experience in financial and business matter that he is capable of evaluating the merits and risks of the prospective investment, or

(II) that the offeree and his offeree representative (s) together have such knowledge and experience in financial and business matters that they are capable of evaluating the merits and risks of the prospective investment and that the offeree is able to bear the economic risk of the investment".

40. "Rule 146, c: (limitations on Manner of Offering) "Neither the issuer nor any person acting on its behalf shall offer, offer to sell, offer for sale, or sell the securities by any form of general solicitation or general advertising, including, but not limited to, the following:

1. any advertisement, article, notice or other communication published in any newspaper, magazine or similar medium or broadcast over television or radio.

2. any seminar or meeting (...)

3. any letter, circular, notice or other written communication (...)"

41. "Rule 146, g (Number of Purchasers)

1. The issuer shall have reasonable grounds to believe, and after making reasonable inquiry, shall believe, that there are no more than thirty-five purchasers of the securities of the issuer from the issuer in any offering pursuant to the Rule (...)

2. For purposes of computing the number of purchasers (...)

1) — the following purchasers shall be excluded:

c) any relative or spouse of a purchaser and any relative of such spouse, who has the same home as such purchaser and (...)

d) any person who purchases or agrees in writing to purchase for cash in a single payment or installments, securities of the issuer in the aggregate amount of \$ 150.000 or more (...)

42. "Rule 146 — h (Limitation on Disposition) The issuer and any person acting on its behalf shall exercise reasonable care to assure that the purchasers of securities in the offering are not underwriters within the meaning of section 2 (11) of the Act. Such reasonable care shall include, but not necessarily be limited to the following:

1. Making reasonable inquiry to determine if the purchaser is acquiring the securities for his own account or on behalf of other person;

2. placing a legend on the certificate, or other document evidencing the securities stating that the securities have not been registered under the Act and setting forth or referring to the restrictions or transferability and sale of the securities;

3. issuing stop transfer instruction to the issuer's transfer agent, if any, with respect to the securities, making a notation in the appropriate record of the issuer; and

4. obtaining from the purchaser a signed written agreement that the securities will not be sold without registration under the Act or exemption therefrom (...)

43. Preliminary Note to Rule 146: "(...) The Commission recognizes that no one rule can adequately cover all legitimate private offers and sales of securities, Transactions by an issuer which do not satisfy all of the conditions of this rule shall not raise any presumption that the exemption provided by Section 4 (2) of the Act is not available for such transactions (...)