

**CVM***Comissão de Valores Mobiliários**Protegendo quem investe no futuro do Brasil*

RELATÓRIO DE ANÁLISE

Audiência Pública SDM nº 01/2014 – Processo CVM nº RJ-2013-5756

Objeto: Alteração da Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009, e da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003 – Inclusão de ações e debêntures conversíveis ou permutáveis por ações, no rol de valores mobiliários passíveis de ofertas públicas distribuídas com esforços restritos e formalização de regras para ofertas públicas iniciais de emissores em fase pré-operacional.

1. Introdução

O presente relatório é resultado da Audiência Pública SDM nº 01/2014, que recebeu comentários do público entre os dias 21 de janeiro e 24 de março de 2014, e teve como objeto a minuta de instrução (“Minuta”) que propôs alterações na Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009, que dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados, e na Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, que dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário.

Uma das principais propostas era a inclusão de ações e debêntures conversíveis ou permutáveis por ações emitidas por companhias registradas na categoria A no rol de valores mobiliários que podem ser objeto de uma oferta pública com esforços restritos, desde que observadas as condições previstas na Minuta.

As propostas incorporavam sugestões apresentadas pelo Comitê Técnico de Ofertas Menores à CVM com o objetivo de aprimorar o ambiente regulatório para facilitar o acesso das pequenas e médias empresas ao mercado de capitais¹.

¹ O Comitê Técnico de Ofertas Menores foi formado em novembro de 2012 com o objetivo de elaborar propostas de medidas capazes de promover a utilização do mercado de valores mobiliários para o financiamento de empresas de pequeno e médio porte. Em março de 2013, o Comitê divulgou um conjunto de propostas que foram então apresentadas e discutidas com diversos órgãos estatais e entidades públicas e privadas. As propostas podem ser encontradas no endereço eletrônico: <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/BMFBOVESPA-apresenta-propostas-para-o-financiamento-de-medias-epequenas-empresas-no-mercado-de-aco-es-2013-07-04.asp#2>.

**CVM***Comissão de Valores Mobiliários**Protegendo quem investe no futuro do Brasil*

Para melhor descrever e comentar as manifestações dos participantes, este relatório é dividido da seguinte forma: (i) introdução; (ii) participantes; (iii) comentários à Minuta; (iv) outros comentários; e (v) proposta definitiva de instrução.

Este relatório foi elaborado pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado - SDM, com o objetivo de apresentar ao Colegiado da CVM as sugestões recebidas na Audiência Pública SDM nº 01/2014. Seu conteúdo reflete a opinião e as interpretações de tal Superintendência e não necessariamente as da CVM. Este relatório não é aprovado pelo Colegiado ou por outras Superintendências da CVM.

2. Participantes

- (i) ABBI – Associação Brasileira de Bancos Internacionais;
- (ii) ABRASCA – Associação Brasileira das Companhias Abertas;
- (iii) ANBIMA – Associação Brasileiras das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais;
- (iv) Banco BTG Pactual S.A.;
- (v) Barcellos Tucunduva Advogados;
- (vi) BM&FBovespa S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros;
- (vii) Cetip S.A. – Mercados Organizados;
- (viii) CFA Society Brazil;
- (ix) CMCAP – Comissão de Mercado de Capitais da Ordem dos Advogados do Brasil – Seccional do Rio de Janeiro;
- (x) Fernandes Figueiredo Advogados;
- (xi) IBRI – Instituto Brasileiro de Relações com Investidores;
- (xii) Lanna Ribeiro, Carneiro de Souza & Fragoso Pires Advogados;



CVM

Comissão de Valores Mobiliários

Protegendo quem investe no futuro do Brasil

- (xiii) Machado, Meyer, Sendacz e Opice Advogados;
- (xiv) Madrona, Hong, Mazzuco Sociedade de Advogados;
- (xv) MZ Group;
- (xvi) Navarro Advogados;
- (xvii) Rayes & Fagundes Advogados Associados;
- (xviii) Salusse Marangoni Advogados;
- (xix) Stocche, Forbes, Padis, Filizzola, Clápis, Passaro, Meyer e Refinetti Advogados;
- (xx) Ulhôa Canto, Rezende e Guerra Advogados; e
- (xxi) Vaz, Barreto, Shingaki e Oioli Advogados.

3. Comentários à Minuta

3.1. Comentários gerais

ABBI, ABRASCA, ANBIMA, BM&FBovespa, BTG Pactual, CMCAP, CFA Society Brazil, IBRI, Lanna Ribeiro, Machado Meyer, MZ Group, Rayes & Fagundes, Stocche Forbes e Ulhôa Canto apoiaram a iniciativa da CVM das alterações propostas na Minuta.

De modo geral, os participantes consideram pertinentes o requisito de que as companhias devem obter previamente registro de emissor na categoria “A”, a inexistência de limitação a volumes ofertados ou ao porte financeiro do emissor, bem como condicionar a exclusão do direito de preferência à concessão de prioridade na subscrição ou à concordância de 100% dos acionistas com a referida exclusão.

No entanto, o Rayes & Fagundes entende que limitar a oferta pública de ações mediante esforços restritos a emissores registrados na categoria A impedirá que empresas de menor porte se beneficiem da alteração normativa. Assim, sugere a criação de uma categoria específica para emissores que ofertem, com esforços restritos, a investidores qualificados.

**CVM***Comissão de Valores Mobiliários**Protegendo quem investe no futuro do Brasil*

A CVM vem adotando iniciativas para aprimorar a regulamentação e fomentar o acesso ao mercado de capitais por empresas de menor porte. Nesse contexto, foram promovidas alterações na Instrução CVM nº 391, de 2003, e na Instrução CVM nº 400, de 2003, para, respectivamente, estimular aplicações de fundos de investimento em participações (FIP) em empresas de pequeno e médio porte e dispensar a publicação de avisos de ofertas públicas em jornais. Foi promovida também a alteração da Instrução CVM nº 409, de 2004, para a criação do Fundo de Ações – Mercado de Acesso.

A CVM analisou a possibilidade de criação de uma categoria com exigências menores em comparação à categoria A no contexto do processo RJ2013-11795 e, em reunião realizada em 24 de fevereiro de 2014, compreendeu que seria conveniente aguardar os resultados das iniciativas que vêm sendo adotadas para facilitar a criação de mercado de acesso para pequenas e médias empresas, antes de examinar propostas para a criação de nova categoria de emissor com dispensas regulatórias.

O MZ Group sugere que seja feita revisão mais abrangente do que o escopo inicial da Audiência Pública, propiciando alteração na Instrução CVM nº 480, de 2009, para permitir que os emissores registrados na Categoria B façam ofertas de ações com esforços restritos.

Conforme explicado no edital de Audiência Pública, nesse primeiro estágio a CVM entende conveniente permitir a oferta de ações com esforços restritos apenas para emissores registrados na Categoria A, não alterando a lógica da Instrução CVM nº 480, de 2009, de que títulos de capital somente possam ser emitidos publicamente por emissores registrados na Categoria “A”.

3.2. Comentários ao texto da Minuta

3.2.1. Valores mobiliários passíveis de distribuição por oferta pública com esforços restritos (Art. 1º, § 1º, da Instrução CVM nº 476, de 2009)

ABBI, ABRASCA, ANBIMA, CMCAP, BM&FBovespa, BTG Pactual e Ulhôa Canto sugerem incluir os bônus de subscrição emitidos por emissor registrado na categoria A.



ABBI, ABRASCA, ANBIMA, BM&FBovespa, BTG Pactual e Stocche Forbes sugerem incluir os **Brazilian Depositary Receipts** – BDR Nível III, lastreados em ações de emissor estrangeiro registrado perante a CVM. A BM&FBovespa propõe ainda que os certificados de depósito de valores mobiliários (**units**) também sejam contemplados.

Então, a BM&FBovespa sugere as seguintes mudanças no texto, para conferir melhor sistematicidade à norma:

~~“III – debêntures não conversíveis ou não permutáveis por ações, bem como conversíveis ou permutáveis por ações, desde que tais ações sejam emitidas por emissor registrado na categoria A;~~

[...]

XI – os seguintes valores mobiliários, desde que emitidos por emissor registrado na categoria A:

- a) ~~ações emitidas por emissor registrado na categoria A;~~
- b) debêntures conversíveis ou permutáveis por ações, desde que tais ações sejam emitidas por emissor registrado na categoria A;
- c) bônus de subscrição, mesmo que atribuídos como vantagem adicional aos subscritores de debêntures;
- d) certificados de depósito de valores mobiliários mencionados neste inciso XI; e
- e) *Brazilian Depositary Receipts* no âmbito de Programa de BDR Nível III.”

Machado Meyer e Rayes & Fagundes apresentam sugestões similares para que se esclareça que o requisito de que o emissor seja registrado na categoria A não é aplicável às debêntures não conversíveis ou não permutáveis por ações.

As sugestões das participantes foram consideradas válidas e estão refletidas na versão final da norma.

A Minuta submetida à audiência propôs incluir as ações e as debêntures conversíveis ou permutáveis por ações emitidas por companhias registradas na categoria A no rol de valores mobiliários que podem ser objeto de uma oferta pública distribuída com esforços restritos. É coerente que essa proposta se estenda também a valores mobiliários que guardam estreita relação com esses títulos, como os bônus de subscrição e os certificados de depósito.



Também não se vislumbrou óbice à proposta de inclusão de BDR Nível III, considerando que essas companhias estrangeiras também devem necessariamente ser registradas na Categoria A nos termos da regulamentação específica e mantendo-se inalterado o regime de aprovação do programa relacionado ao BDR.

Para tanto, foi necessário fazer um ajuste na redação da Instrução CVM nº 332, de 2000, para prever a possibilidade de colocação de BDR por meio de ofertas públicas com esforços restritos.

O Salusse Marangoni afirma que a redação do inciso III deveria ser mais clara no tocante ao momento em que o emissor deve estar registrado na categoria A: se no momento da emissão (o que o participante entende conferir maior segurança aos debenturistas, por inexistir pendência para a futura negociação), ou no momento da conversão ou permuta.

O esclarecimento sugerido não é necessário, porque está claro, pela redação da proposta definitiva de instrução, que as ações indicadas na escritura das debêntures permutáveis devem ser emitidas por companhias registradas na Categoria A desde o momento do início da oferta pública. Caso contrário, estar-se-ia, indiretamente, admitindo-se a distribuição de ações de companhias sem registro na CVM.

3.2.2. Investidores estrangeiros (Art. 3º da Instrução CVM nº 476, de 2009)

ABRASCA, BTG Pactual, ANBIMA, Stocche Forbes e ABBI sugerem que o limite do art. 3º não inclua os investidores estrangeiros.

ABRASCA e BTG Pactual sugerem não incluir no limite de 50 os investidores estrangeiros qualificados que adquiram ações por meio de investimentos realizados sob a Resolução nº 2.689, de 26 de janeiro de 2000, do Banco Central do Brasil², ou da Lei nº 4.131, de 3 de setembro de 1962³. Para os participantes, esses investidores encontram-se devidamente protegidos pela regulamentação da **U.S. Securities and Exchange Commission**.

² Dispõe sobre aplicações de investidor não residente nos mercados financeiro e de capitais.

³ Disciplina a aplicação do capital estrangeiro e as remessas de valores para o exterior.



CVM

Comissão de Valores Mobiliários

Protegendo quem investe no futuro do Brasil

A ABRASCA sugere não incluir no limite de 50 os investidores estrangeiros qualificados que adquiram **American Depositary Receipts (ADR)** ou **Global Depositary Receipts (GDR)**, porque o fato de o investimento ser liquidado no Brasil e de o investimento de certificado de depósito de ações de emissora brasileira ser liquidado no exterior em nada altera o entendimento.

A ANBIMA também entende que não estão incluídos no limite de 50 investidores aqueles que não residem no país, em razão da norma ser aplicável exclusivamente a investidores brasileiros no território nacional, e da existência, em cada país, de mecanismos de proteção que podem ser distintos dos exigidos pela CVM e que poderiam gerar discrepâncias em relação à distribuição local. A ANBIMA apresentou parecer de escritórios de advocacia sobre o assunto.

ABBI e BTG Pactual sugerem incluir no inciso I do art. 3º redação que especifica que o limite de procura de 50 investidores qualificados é válido para o território brasileiro, sendo que a procura de investidores no exterior deverá ser regida de acordo com as regras aplicáveis em cada uma das respectivas jurisdições.

A CVM concorda com os comentários dos participantes e também entende que quando os esforços de venda são realizados fora do território brasileiro o investidor estrangeiro não deve ser contabilizado para fins dos limites do art. 3º, independentemente de onde seria realizada a liquidação da operação.

No entanto, para manter a sistematicidade da norma, a negociação realizada por investidores não residentes em mercado secundário brasileiro com títulos emitidos em oferta concomitante fora da nossa jurisdição está submetida às restrições previstas nos arts. 13 e 15.

Ainda, a CVM preferiu manter a redação atualmente em vigor do **caput** do art. 1º da Instrução CVM nº 476, de 2009, em relação à qual havia pouca dúvida no mercado.

De qualquer forma, aproveita-se a oportunidade para reafirmar o entendimento já apresentado no Edital de Audiência Pública SDM nº 01/14: o emissor pode realizar oferta simultânea, no exterior, de valores mobiliários idênticos aos ofertados com esforços restritos no Brasil, respeitando, em cada caso, a regulamentação local aplicável.

3.2.3. Número de investidores (Art. 3º da Instrução CVM nº 476, de 2009)



CVM

Comissão de Valores Mobiliários

Protegendo quem investe no futuro do Brasil

ABBI, ANBIMA, Ulhôa Canto e Rayes & Fagundes manifestaram-se favoráveis à elevação dos limites propostos para o número de investidores que podem participar da oferta.

ABRASCA, Fernando Figueiredo, Madrona Hong, MZ Group e Navarro mostraram-se, por sua vez, favoráveis à eliminação dos limites previstos no art. 3º.

A ABBI propõe, como alternativa a sua sugestão para que o limite do art. 3º não inclua os investidores estrangeiros, que o número de investidores que podem ser procurados seja 70, o que considera equilibrado entre a necessidade de limitar a quantidade de investidores contatados com a necessidade de assegurar um número que viabilize a oferta, que “a prática demonstra ser maior do que o número de investidores contatados em ofertas de títulos de dívida”. A ABBI reporta que, em regra, entre 150 a 200 investidores institucionais no Brasil e no exterior são contatados em uma oferta registrada nos termos da Instrução CVM nº 400, de 2003, sem considerar os demais investidores que podem participar dessas ofertas.

Tomando por base a razão da redação atual da Instrução CVM nº 476, de 2009, de 50 investidores consultados para 20 adquirentes, Ulhôa Canto recomenda que seja permitida a consulta a 125 investidores para aquisição por até 50.

O Rayes & Fagundes sugere ampliar o número de investidores procurados de 50 para 75 investidores qualificados.

A ABRASCA afirma que a limitação ao número de investidores qualificados que podem ser consultados ou adquirir valores mobiliários em oferta “não tem referência na experiência norte-americana nem na da Comunidade Europeia”, sendo que a última permite que seja ofertado para até 150 investidores considerados não qualificados. Como o risco associado à colocação dos valores mobiliários junto aos investidores também recai sobre os bancos intermediários, a prática adotada por eles é de estabelecer um limite subjetivo do número de investidores qualificados a serem acessados, definido de acordo com o tipo de companhia emissora e com o tamanho da oferta. A ANBIMA apresentou parecer de escritórios de advocacia que faz as mesmas observações.

Todavia, a ABRASCA entende a preocupação da CVM ao estabelecer essa limitação, mas considera importante que isso seja futuramente revisitado e equalizado com a prática internacional. Assim, a ABRASCA sugere aumentar o número máximo de investidores que



possam ser consultados, porque “a prática tem demonstrado que, para que 50 investidores adquiram papéis, um número bem superior de investidores precisa ser consultado”. Levando em conta a proporção atualmente existe na norma, a ABRASCA também sugere que seja permitida a consulta a 125 investidores para aquisição por até 50.

O Fernandes Figueiredo entende que a restrição do inciso I do art. 3º é contraproducente ao objetivo de facilitação ao acesso das companhias registradas na categoria “A” ao mercado com um menor custo. Uma vez que já existe restrição aos investidores qualificados e a intermediação pelos agentes regulados de mercado, opinam que não haveria razão para essa limitação.

O participante defende que é a existência de uma demanda maior de investidores que reduz o custo das captações, e que igualar os números dos incisos I e II resultaria em “um sistema de **pricing** excessivamente rígido dado o equilíbrio matemático entre a oferta e a demanda”. Caso não seja acatada a sugestão acima, recomenda a ampliação do número de investidores para pelo menos 250 consultas, permanecendo inalterado o número de subscritores e adquirentes, de forma que a proporção seja de 5 para 1.

O Madrona Hong entende que o art. 3º deveria ser revogado, por não serem necessários os limites nele contidos para investidores qualificados. Salienta que no relatório de análise da audiência pública que resultou na Instrução CVM nº 476, de 2009, é dito que essas limitações seriam adequadas para os primeiros anos de vigência da instrução, e entende ser o momento adequado para se reavaliar a necessidade da limitação, que seria desnecessária em vista da maturação do mercado.

O MZ Group sugere remover o limite ou ao menos aumentá-lo, por exemplo, para 100 investidores subscritores ou adquirentes, e 500 investidores consultados, visto que os investidores estrangeiros também concorreriam por esse investimento e “em outros mercados de expressão não temos a limitação de subscritores”.

O Navarro, considerando que o critério para qualificação do investidor, para fins da Instrução CVM nº 476, de 2009, é objetivo, entende desnecessária a limitação do inciso II. O participante acredita que esta limitação não garante de forma efetiva a segurança nas ofertas conduzidas por meio dessa modalidade, e que os problemas e falhas mais relevantes já foram identificados nos 5 anos de vigência da referida instrução e nenhum desses casos justifica a manutenção da limitação.



CVM

Comissão de Valores Mobiliários

Protegendo quem investe no futuro do Brasil

O participante alega que a CVM pode reforçar essa segurança por meio da punição das companhias que infringirem o art. 17 da instrução. Afirma, ainda, que a condição de qualificado torna desnecessária a existência de outros limites no art. 3º.

Os pleitos de eliminação dos limites não foram acatados, inclusive por se considerar que a introdução de valores mobiliários de capital demanda um período de adaptação, assim como foi feito à época da edição da Instrução CVM nº 476, de 2009.

No entanto, tendo em vista que a maioria dos participantes criticou a paridade entre o número de procurados e de adquirentes, a CVM optou por manter o patamar mais elevado de até 50 adquirentes, ajustando o número potencial de investidores procurados para 75.

ABRASCA e CETIP apresentaram sugestões relativas à forma de cálculo dos limites previstos no art. 3º.

A ABRASCA sugere que sejam contabilizados apenas os contatos realizados por iniciativa do intermediário, isto é, excluindo os investidores que tomam conhecimento da oferta e entram em contato com o ofertante ou com os intermediários. Uma vez que a abordagem inicial pode se dar por meio de contato telefônico questionando se o investidor teria interesse em obter informações sobre a oferta, a ABRASCA também sugere que sejam contabilizados como investidores consultados apenas aqueles que manifestarem interesse, por escrito ou verbalmente, em receber informações sobre a oferta.

A CETIP propõe que os limites “não sejam aplicáveis aos investidores institucionais, ou seja, aos fundos de investimentos, entidades abertas e fechadas de previdência complementar, companhias seguradoras e sociedades de capitalização, e às instituições financeiras, abrangendo as demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central”.

Os investidores institucionais e as instituições financeiras contam com gestores profissionais “e estão sujeitos às regras estabelecidas pelos correspondentes órgãos reguladores”. Atualmente os investidores institucionais e as instituições financeiras detêm mais de 99% do total de valores mobiliários ofertados por meio da Instrução CVM nº 476, de 2009. Considerando que o número de gestores dessas instituições tem aumentado, a não aplicação dos limites do dispositivo “incentivaria a colocação de valores mobiliários pelas empresas por meio dessa modalidade”.



A CETIP também comenta que as ofertas de debêntures realizadas por meio da Instrução CVM nº 476, de 2009, representam mais de 70% do estoque de debêntures, resultado, dentre outros fatores, da agilidade trazida por essa modalidade de oferta. A eliminação dos limites permitiria a ampliação do número de investidores.

As sugestões da ABRASCA não foram consideradas procedentes. A CVM considera que o limite na procura de investidores não inclui os investidores que tomam a iniciativa de procurar o ofertante ou os intermediários. No entanto, independente do limite previsto na busca de investidores, há um segundo limite a ser obedecido de que os subscritores ou adquirentes estão limitados a 50 investidores. Assim não foi considerado necessário modificar a redação do artigo em razão da sugestão de excluir do limite os contatos iniciados pelos investidores.

Quanto à sugestão para contabilização apenas dos investidores consultados que manifestarem interesse em receber informações sobre a oferta, a CVM entende que ampliaria excessivamente o limite estabelecido no inciso I do dispositivo.

As sugestões da CETIP também tornam o número de investidores que podem ser acessados com a oferta pelo rito da Instrução CVM nº 476, de 2009, excessivamente amplo. Por isso, as sugestões não foram acatadas.

3.2.4. Informações sobre a oferta (Art. 7º-A)

O Stocche Forbes entende que o envio de comunicado de início da oferta à CVM não deveria ser obrigatório, pois demandaria publicidade da oferta durante o período de consulta aos investidores de sua viabilidade.

Ulhôa Canto e Stocche Forbes sugerem (o último como alternativa à sua proposta acima) o envio do comunicado na mesma data da publicação do fato relevante acerca da oferta, se houver, ou do ato societário de aprovação da oferta, o que ocorrer primeiro. Como o período de consulta aos investidores não implica necessariamente a realização da oferta, a divulgação proposta na Minuta pode ser precipitada.



CVM

Comissão de Valores Mobiliários

Protegendo quem investe no futuro do Brasil

ABRASCA fez proposta no mesmo sentido, mas sugere que a data do fato relevante ou do ato societário acerca da aprovação da oferta seja utilizada como data inicial para a contagem do prazo de 5 dias para o envio da comunicação pelo intermediário líder.

A ABRASCA defende que a prática de mercado nas ofertas de ações tem demonstrado que o ofertante não solicita o registro de uma oferta pública perante a CVM sem antes ter tido a oportunidade de avaliar condições de mercado, a viabilidade e o interesse por parte de investidores em uma eventual oferta pública. Isso evita incorrer em um custo que pode não gerar resultados para a realização de referida oferta, além de uma exposição desnecessária e que pode se mostrar negativa para a companhia. Esse procedimento é atualmente previsto no art. 43 da Instrução CVM nº 400, 2003, que permite que haja uma consulta sobre tal viabilidade da oferta até no máximo 50 investidores, de forma não vinculante, sem realização ou aceitação de ofertas, e observando-se critérios razoáveis de confidencialidade e sigilo.

A BM&FBovespa sugere que o art. 7º-A não seja aplicável a emissores registrados na CVM nos termos do art. 21 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, tais como emissores registrados nas categorias A e B e fundos de investimento registrados na CVM. Isso porque seria desnecessário aviso específico à CVM, uma vez que tal aviso já ocorrerá em decorrência do regime de prestação de informações a eles aplicável.

A participante entende que o mesmo raciocínio é aplicável às distribuições secundárias, pois os emissores tomarão conhecimento da oferta e divulgarão esse fato ao mercado. Assim, sugere que o art. 12 da Instrução seja alterado para incluir que o dever de cooperação do emissor na prestação de informações também se aplica quando da realização de ofertas secundárias com base na Instrução CVM nº 476, de 2009.

A ABBI sugere alterar o trecho destacado abaixo:

“Art. 7º-A O início da oferta pública distribuída com esforços restritos deverá ser informado pelo intermediário líder à CVM, no prazo de 5 (cinco) dias, contado ~~da primeira consulta a potenciais investidores a partir:~~

I – do primeiro contato com potenciais investidores sobre a oferta, para os valores mobiliários referidos nos incisos IV, XI e XII do artigo 1º desta Instrução;



CVM

Comissão de Valores Mobiliários

Protegendo quem investe no futuro do Brasil

II – da data da emissão dos valores mobiliários, para os valores mobiliários referidos nos incisos I a III e V a X do artigo 1º desta Instrução; e

III – da data de divulgação de fato relevante, especificamente para as ofertas primárias de valores mobiliários referidos nos incisos III (quando conversíveis em ações), XI e XII do artigo 1º desta Instrução.”

A ANBIMA também sugere que o prazo de 5 dias para que o aviso de início seja informado à CVM seja contado de diferentes datas. Para as emissões de cotas de fundos de investimento fechados sugere contar da primeira consulta a potenciais investidores. Em emissões de títulos ou valores mobiliários de renda variável contaria da divulgação do fato relevante, visto que essa divulgação significa que a viabilidade da oferta já foi verificada. Por fim na emissão de títulos ou valores mobiliários de renda fixa o prazo seria contado da realização do ato societário que deliberou a emissão, uma vez que companhias fechadas podem fazer essas emissões e não divulgam fato relevante.

O Stocche Forbes sugere que, caso a CVM entenda que o início da oferta deva ser divulgado, as informações sobre os emissores registrados na categoria A apresentadas aos investidores consultados sejam divulgadas apenas no momento do comunicado do início da oferta.

O CMCAP sugere alterar o prazo de 5 dias do artigo para 5 dias úteis.

O termo “consulta” foi substituído por “procura” e se estabeleceu que o prazo para o informe é de 5 dias úteis, na proposta definitiva de instrução. Com isso, a preocupação dos participantes com a divulgação de oferta ainda em período de consulta sobre a sua viabilidade foi contemplada.

Especificamente, a CVM está convencida de que é conveniente manter a uniformidade de tratamento para todos os ativos, de modo a facilitar a supervisão.

ABBI, ABRASCA e BM&FBovespa sugerem que o termo “consulta” seja substituído por “procura” no art. 7º-A.

As participantes entendem que os termos “contato” e “procura” são distintos de “consulta”, porque os dois primeiros são ações concretas visando à colocação de valores



CVM

Comissão de Valores Mobiliários

Protegendo quem investe no futuro do Brasil

mobiliários, e consultas são realizadas antes da tomada de decisão por parte do ofertante acerca da realização da oferta, que se enquadram no conceito da consulta prévia sobre a viabilidade da oferta pública referida na Instrução CVM nº 400, de 2003. Essa alteração permitiria uniformizar a nomenclatura usada no art. 7º-A e no art. 3º da Instrução.

Para a BM&FBovespa, manter o termo “consulta” pode levar ao envio à CVM de informações relativas a ofertas que possivelmente não chegariam a ocorrer. Ademais, entende a participante que não se coaduna com o regime do art. 43 da Instrução CVM nº 400, de 2003, que estabelece que a consulta seja feita em momento no qual ainda existe sigilo. Além disso, a divulgação prematura poderia gerar expectativa que podem não se materializar em prejuízo da formação eficiente de preço dos valores mobiliários em questão.

A ABBI propõe também que seja estabelecido prazo no §2º para manutenção da lista de pessoas procuradas e sugere que o mesmo seja de 5 anos contados a partir do encerramento da oferta.

O Salusse Marangoni, a fim de não gerar dúvida sobre o teor das informações que serão prestadas, sugere que o §2º demande a identificação das pessoas consultadas.

O Rayes & Fagundes sugere que seja criado um anexo com um formulário com as informações que a CVM entende necessárias para detalhamento das pessoas consultadas, datas e respostas, para que seja uniformizada informação requerida.

As sugestões das participantes foram consideradas pertinentes. A redação do art. 7º-A, §2º, foi alterada para substituir o termo “consulta” por “procura” e definir quais informações devem constar da lista de que trata o dispositivo (nome, CPF ou CNPJ, a data em que houve a procura e a decisão da pessoa em relação à oferta).

Foi criado, no final da norma, dispositivo, a exemplo do art. 32 da Instrução CVM nº 521, de 25 de abril de 2012, que define o prazo de manutenção dos documentos relativos ao processo de oferta pública: 5 anos ou prazo superior por determinação expressa da CVM. Com isso, também foi necessário revogar o inciso VIII do art. 11 da Instrução CVM nº 476, de 2009, que tratava sobre o dever de o intermediário líder guardar a documentação relativa à oferta pública.



CVM

Comissão de Valores Mobiliários

Protegendo quem investe no futuro do Brasil

A ANBIMA ressalta que seria necessário ajustar o art. 11, VII, da Instrução, para prever como dever do intermediário líder a comunicação do aviso de início da oferta pública.

A sugestão é válida e está refletida na versão final da norma.

3.2.5. Prioridade aos antigos acionistas (Art. 9º-A)

O Machado Meyer, considerando que a oferta prevista na Instrução CVM nº 476, de 2009, é uma oferta pública, entende que a imposição de condições ou limitações à faculdade de excluir o direito de preferência pode ter sua legalidade questionada.

Ainda entende que o direito de prioridade não possui tipicidade legal, portanto, carecendo de segurança jurídica para sua implementação. De acordo com o participante, esse direito poderia se confundir com o direito de preferência previsto em lei, porém com o prazo de exercício reduzido, hipótese já prevista no art. 172 da Lei nº 6.404, de 1976. Assim, sugere que a limitação à faculdade de excluir o direito de preferência seja eliminada da norma.

O Machado Meyer considera que a alternativa de condicionar a exclusão do direito de preferência à aprovação da oferta por acionistas que representem 100% do capital social também pode gerar questionamento. Isso porque poderia ser considerada, na prática, uma renúncia ao direito de preferência. Assim seria dispensável a inclusão do inciso II ao art. 9º-A da Minuta.

O Machado Meyer propõe que o direito de prioridade deve ser uma faculdade nos moldes do art. 21 da Instrução CVM nº 400, de 2003.

O Stocche Forbes entende que a necessidade de aprovação de acionistas representando a totalidade do capital social poderia inviabilizar a oferta de distribuição primária. Assim, sugere manter como condição à oferta apenas o direito de prioridade na subscrição de 100% dos valores mobiliários emitidos.

O CMCAP sugere explicitar no inciso II que a aprovação dos acionistas deve ser em relação à oferta “com exclusão do direito de preferência”.

A CVM não pretendeu regular a exclusão do direito de preferência no art. 9º-A, mas sim as condições em que a oferta pública com esforços restritos de ações e debêntures



conversíveis e permutáveis em ações deve se dar nos casos em que o estatuto social do emissor preveja a possibilidade da exclusão desse direito na forma do art. 172, I, da Lei nº 6.404, de 1976.

O direito de preferência busca proteger os acionistas contra medidas unilaterais que possam resultar na diluição de sua participação. O art. 172, I, da Lei nº 6.404, de 1976, possibilita o afastamento desse direito desde que ocorra subscrição pública, uma vez que, nesse caso, o antigo acionista também poderia subscrever os novos valores mobiliários.

As ofertas com esforços restritos, embora sejam ofertas públicas, são destinadas a um número limitado de investidores específicos, o que justifica a existência de mecanismos de proteção contra a diluição dos antigos acionistas.

A CVM entendeu oportuno estabelecer que a oferta pública regulada pela Instrução CVM nº 476, de 2009, somente poderá ser realizada caso o emissor:

(I) conceda a seus acionistas prioridade na subscrição dos valores mobiliários ofertados na sua proporção, ou

(II) obtenha a aprovação da totalidade de seus acionistas para a realização da oferta.

Uma vez que a exclusão do direito de preferência se opera por previsão do estatuto, a aprovação dos acionistas a que se refere o inciso II é para a realização da operação sem a concessão da prioridade prevista no inciso I.

A oferta com esforços restritos é apenas uma alternativa disponível ao procedimento ordinário de ofertas públicas da Instrução CVM nº 400, de 2003. Portanto, condicionar a realização de ofertas com esforços restritos à existência de direito de prioridade, quando não houver direito de preferência, não impede que sejam feitas ofertas, por meio do procedimento ordinário, ou seja, sem direito de preferência ou prioridade.

Assim, a redação do art. 9º-A foi alterada apenas para esclarecer que a manifestação dos acionistas citada no inciso II refere-se à realização da oferta sem a concessão da prioridade.



CVM

Comissão de Valores Mobiliários

Protegendo quem investe no futuro do Brasil

A sugestão de Stocche Forbes não foi considerada procedente. A necessidade de aprovação da realização da oferta sem a concessão da prioridade é apenas um mecanismo alternativo à concessão da prioridade. A CVM entende que a oferta não seria inviabilizada, pois, caso não seja possível obter a aprovação dos acionistas, a oferta pode continuar desde que respeitado o direito de prioridade.

A BM&FBovespa ressalta a necessidade de se incluir no art. 9º-A os bônus de subscrição e os certificados de depósito de valores mobiliários para harmonizar o dispositivo com a sugestão feita ao art. 1º da Instrução.

A ANBIMA recomenda inserir as cotas de fundos de investimento fechado cujos regulamentos tratam do direito de preferência e devem seguir o mesmo racional aplicado à emissão de ações. Assim, propõe que os incisos I e II do art. 9º-A também incluam menção aos cotistas.

Na mesma linha, a BM&FBovespa entende que as regras relativas aos casos de exclusão (e de redução) do prazo para o exercício do direito de preferência devem ser estendidas aos cotistas de fundos de investimento imobiliário que apresentam base de cotistas dispersa e preveem direito de preferência em seus regulamentos. Informa que dentre os 125 fundos de investimento imobiliário atualmente listados na BM&FBovespa, 105 contemplam o direito de preferência em seus regulamentos.

As sugestões de inclusão dos bônus de subscrição e dos certificados de depósito de valores mobiliários foram consideradas válidas, uma vez que esses valores mobiliários também estão sujeitos ao direito de preferência na forma da Lei nº 6.404, de 1976.

A proposta de inclusão das cotas de fundos de investimento fechados não foi amplamente discutida com o mercado e, portanto, não foi acatada.

Para os fundos imobiliários, na Audiência SDM nº 07/04, a preocupação a respeito da diluição da participação dos cotistas foi endereçada. O novo § 1º do art. 15 da proposta de instrução estabelece que, em caso de autorização de emissão de cotas pelo administrador do fundo, o direito de preferência aos antigos cotistas pode ser afastado desde que a colocação das cotas no mercado se dê por oferta pública registrada na CVM, segundo o rito da Instrução CVM nº 400, de 2003. Em outras palavras, a realização de oferta de cotas pelo rito



CVM

Comissão de Valores Mobiliários

Protegendo quem investe no futuro do Brasil

da Instrução CVM nº 476, de 2009, não poderá afastar o direito de preferência, caso a emissão de cotas seja aprovada pelo administrador do fundo de investimento imobiliário. Assim, nesses casos, não haveria de se falar em direito de prioridade para os fundos.

A ANBIMA sugere que o art. 9º-A estabeleça que os acionistas e cotistas devem poder subscrever os valores mobiliários ofertados na proporção de sua participação no capital social ou das cotas por eles detidas.

A participante entende que essa medida permitiria “alocar aos atuais acionistas apenas a parcela necessária para evitar sua diluição”. O Salusse Marangoni manifestou-se na mesma linha.

A Minuta já prevê, no § 3º do art. 9º-A, que a prioridade deve ser concedida proporcionalmente. Por esse motivo, não foram acatadas as sugestões.

ANBIMA e BM&FBovespa propõem que a norma também trate dos casos em que o prazo para o exercício do direito de preferência pode ser reduzido, e sugerem que a redução deveria ser limitada ao mínimo de 5 dias úteis.

A ANBIMA acredita pertinente assegurar, nos casos em que a oferta não seja aprovada por unanimidade, o prazo mínimo de 5 dias úteis para manifestação dos atuais acionistas, de forma que eles tenham direito de prioridade independentemente de eventual prazo para exercício de direito de preferência. Assim, sugere as seguintes alterações na redação do §2º do art. 9º-A:

“§ 2º A oferta deve prever um prazo de, no mínimo, cinco dias úteis após a divulgação do fato relevante de que trata o §1º para que os acionistas possam exercer seu direito de prioridade ou direito de preferência, se aplicável, na subscrição dos valores mobiliários. Em qualquer hipótese, o prazo para exercício do direito de prioridade e do direito de preferência em conjunto deve ser de, no mínimo, cinco dias úteis após a divulgação do fato relevante.”

A BM&FBovespa entende que nos casos em que o estatuto social do emissor prevê a redução do prazo mínimo de 30 dias para o exercício do direito de preferência na forma do art. 172, I, da Lei nº 6.404, de 1976, seria lógico limitar a redução desse prazo ao mínimo de 5 dias úteis, igualando-o ao prazo sugerido na minuta para o exercício do direito de prioridade. Assim, propõe a inclusão de novo artigo nos seguintes termos:



“Art. 9º-B A oferta pública de distribuição primária de ações, debêntures conversíveis em ações, bônus de subscrição ou certificados de depósito desses valores mobiliários, distribuída com esforços restritos pode ser precedida pelo exercício do direito de preferência com prazo reduzido, na forma prevista no art. 172, I, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, desde que tal prazo não seja inferior a 5 (cinco) dias úteis.”

A sugestão das participantes foi considerada válida.

De fato, nos casos em que o estatuto social prevê a possibilidade de redução do prazo para o exercício do direito de preferência, também se justifica a criação de mecanismos de proteção contra a diluição. Uma vez que a oferta pública com esforços restritos é destinada a um universo restrito de investidores, nos casos em que o estatuto estabeleça prazo exíguo para o exercício da preferência, não existe aqui a mesma alternativa presente para os acionistas na oferta regulada pela Instrução CVM nº 400, de 2003, de participação na subscrição pública.

Assim, na proposta definitiva de instrução, estabeleceu-se que, nos casos em que o prazo previsto no estatuto para o exercício do direito de preferência for inferior a 5 dias úteis, o emissor deve oferecer prioridade aos acionistas pelo tempo necessário para o complemento do prazo de 5 dias úteis.

A ANBIMA propõe que, no caso dos fundos de investimento, o prazo mínimo de 5 dias úteis para o exercício do direito de prioridade seja contado a partir da data do envio da comunicação aos cotistas das deliberações da assembleia geral. A ANBIMA explica que para os fundos não há “a possibilidade de aumento de capital por deliberação do conselho de administração, que é a situação pressuposta pelo art. 172, I da Lei 6.404/76”, visto que a deliberação costuma ocorrer por meio da assembleia de cotistas.

Como isso “torna desnecessária a divulgação de fato relevante”, a participante recomenda que para a divulgação do cronograma da oferta e da forma de exercício do direito de prioridade ou preferência seja utilizada a ata da assembleia geral de cotistas.

A ABBI sugere aprimorar o §2º para esclarecer que o prazo para que os acionistas possam exercer seu direito de prioridade é contado a partir da data de divulgação do fato relevante.



CVM

Comissão de Valores Mobiliários

Protegendo quem investe no futuro do Brasil

Tendo em vista que a proposta de concessão de direito de prioridade aos cotistas de fundos de investimento não foi acatada, a sugestão da ANBIMA perdeu o seu objeto.

Já a sugestão da ABBI foi acatada e está refletida na norma.

BM&FBovespa e Vaz Barreto entendem que deve ser esclarecido que os acionistas do emissor não serão considerados para efeitos da limitação da quantidade de destinatários da oferta e subscritores.

Os comentários dos participantes foram considerados pertinentes e foi incluído novo parágrafo no art. 3º da Instrução CVM nº 476, de 2009, para esclarecer que os acionistas que vierem a exercer o direito de prioridade ou de preferência não serão considerados para o cálculo dos limites de que trata o dispositivo.

3.2.6. Obrigações dos participantes (Art. 10)

O Fernandes Figueiredo sugere no §1º do art. 10 que, além dos administradores do ofertante, “todos aqueles ligados ao ofertante e que venham a prestar informações” também são responsáveis pela obrigação de fornecer informações verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes aos investidores.

Pela redação em vigor do art. 11 da Instrução CVM nº 476, de 2009, está claro que o intermediário da oferta e os seus administradores são responsáveis por assegurar que as informações prestadas pelo ofertante sejam verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, permitindo aos investidores uma tomada de decisão bem fundamentada a respeito da oferta.

Em relação aos funcionários do ofertante, não faz parte da política regulatória da CVM estabelecer responsabilidade administrativa para quaisquer funcionários de participantes do mercado de capitais. Normalmente, como nos arts. 56-A, 56-B e 56-C da Instrução CVM nº 400, de 2003, dispõe-se explicitamente apenas sobre a responsabilidade de administradores.

A sugestão do participante, pelo exposto, não foi acatada.

A ABBI sugere as seguintes alterações no §2º do art. 10:



CVM

Comissão de Valores Mobiliários

Protegendo quem investe no futuro do Brasil

“§ 2º Qualquer informação relativa à Companhia fornecida aos investidores ~~consultados~~ procurados no contexto da oferta restrita, por emissor registrado na categoria A, e que não tenha sido previamente divulgada, deve ser divulgada publicamente mediante atualização do Formulário de Referência, ou por outra forma, desde que por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores.”

A BM&FBovespa sugere trocar o termo “consultados” por “procurados”, pelas razões expostas no item 3.2.7 acima, e “emissor registrado na categoria A” por “emissor com o registro de que trata o art. 21 da Lei nº 6.385, de 1976”, para que o dispositivo abranja também os fundos de investimento. Por fim, sugere incluir ao final do parágrafo o trecho “conforme aplicável”.

A ABRASCA propõe a diferenciação entre os termos “consulta” e “procura” no art. 10, §2º, com base nos mesmos argumentos apresentados em relação ao art. 7º-A.

A ABRASCA recomenda que informações sobre a emissora sejam divulgadas imediatamente, caso a companhia já possua ações em negociação, ou após o encerramento da oferta, nos demais casos. Na mesma linha, sugere que informações sobre a oferta sejam divulgadas somente após o encerramento da mesma, independentemente de a companhia ter ou não ações negociadas em bolsa, ou de ter havido publicidade legal (ato societário ou fato relevante) acerca da oferta.

ANBIMA e BTG Pactual propõem as seguintes alterações ao art. 10:

“§ 2º ~~Qualquer informação fornecida aos investidores consultados, por~~ O emissor registrado na categoria A deve divulgar informações de forma abrangente, equitativa e simultânea para todo o mercado ~~deve ser divulgada~~ por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores.

§ 3º Eventuais documentos de suporte a apresentações oferecidas a investidores e os relatórios de análise deverão ser encaminhados à CVM.”

A redação do §2º conforme consta da Minuta exige que as informações sejam divulgadas a todo o mercado por meio do sistema da CVM o que é contrário ao regime da Instrução CVM nº 476, de 2009, de restringir os esforços de venda a um número determinado



CVM

Comissão de Valores Mobiliários

Protegendo quem investe no futuro do Brasil

de investidores. A sugestão busca harmonizar o §2º com os procedimentos atuais da Instrução CVM nº 400, de 2003.

O Machado Meyer entende que o termo “qualquer informação” do art. 10, §2º, é muito amplo, o que poderia abranger, por exemplo, conversas telefônicas ou atas de reuniões. Como os meios de prospecção nas ofertas com esforços restritos já são restritos, nos termos do art. 2º, parágrafo único, entende que a norma deve resguardar apenas as informações passadas por escrito, inclusive apresentações elaboradas.

Ainda, acredita que a norma deve contemplar a pronta divulgação das informações eventualmente repassadas aos investidores consultados que não sejam públicas ou que não possam ser obtidas a partir de informações públicas do emissor (ainda que transmitidas oralmente). Assim, sugere incluir dispositivo determinando a pronta divulgação de tais informações.

Nesse sentido, sugere:

“§2º Qualquer informação fornecida por emissor registrado na categoria A aos investidores consultados, (i) por escrito; ou (ii) que não seja pública, ou que não possam ser obtidas a partir de informações públicas disponibilizadas pelo emissor, ainda que na forma oral ~~por emissor registrado na categoria A,~~ deve ser divulgada prontamente por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores.”

O Vaz Barreto sugere que a Instrução esclareça que o emissor registrado na categoria A não estará obrigado a atualizar o seu Formulário de Referência ao realizar a oferta pública de ações ou debêntures nelas conversíveis, com esforços restritos, pois não haverá pedido de registro de oferta, conforme o art. 24, §2º da Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009.

O Fernandes Figueiredo recomenda incluir a palavra “antecipadamente” no §2º do mesmo artigo, de forma que qualquer informação fornecida aos investidores consultados deva ser divulgada antecipadamente por meio de sistema eletrônico disponibilizado pela CVM.

Por fim, sugere a inclusão de obrigação da empresa de “realizar reunião pública, mesmo antes do eventual período de restrição à negociação, com a participação dos investidores em geral, analistas de investimento, intermediários”, entre outros, não somente os



CVM

Comissão de Valores Mobiliários

Protegendo quem investe no futuro do Brasil

investidores qualificados. Tais reuniões teriam objetivo educacional e motivariam a participação de eventuais investidores.

O objetivo do dispositivo é unicamente o de reforçar a regra geral de que os emissores registrados na CVM não podem realizar divulgação seletiva de informações. Por exemplo, para as companhias abertas registradas na CVM, esta regra geral está expressa no art. 16 da Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009.

Não é conveniente, porém, que a forma e o conteúdo das informações periódicas e eventuais a serem divulgadas pelos emissores registrados na CVM sejam definidos na Instrução CVM nº 476, de 2009.

Nesse sentido, a redação do § 2º do art. 10 foi revista, de forma a contemplar as preocupações dos participantes. O dispositivo, na proposta definitiva de instrução, tem a função apenas de reforçar a regra geral de **disclosure** abrangente e equitativo estabelecida nas regulamentações específicas emitidas pela CVM.

3.2.7. Restrição à negociação em mercado regulamentado (Art. 13 e 14)

Madrona Hong e ANBIMA sugerem a eliminação da regra de restrição à negociação pelo prazo de 90 dias.

ABBI e BM&FBovespa, por sua vez, propõem que outros valores mobiliários, além das ações emitidas por emissores registrados na categoria A, sejam excetuados da aplicação dessa regra.

O Madrona Hong sugere que, caso acatada sua proposta de eliminação do limite de investidores que podem participar e subscrever a oferta, seja também suprimida a restrição de 90 dias para negociação, prevista no art. 13. Isso porque, não havendo a limitação referida no art. 3º, passa a ser desnecessário limitar sua negociação entre investidores qualificados no mercado secundário.

Não obstante tenha recomendado a inclusão das debêntures conversíveis ou permutáveis por ações no art. 13, parágrafo único, a ANBIMA reforçou seu pleito anterior para a eliminação da restrição de negociação para as operações de renda fixa.



Isso seria especialmente importante para os gestores que fazem a alocação dos ativos para mais de um fundo de investimento, quando esses gestores precisam realocar os ativos entre os fundos. Ainda, a restrição pode forçar o administrador do fundo a despender recursos de cotistas para incorporar de um fundo que tenha que encerrar as suas atividades, “seja por aumento excepcional da demanda por liquidez, seja por não ter atingido o volume mínimo necessário para funcionamento”.

A participante também afirma que no caso dos fundos exclusivos de alguns planos de previdência complementar aberta se ocorrer morte ou invalidez, “a entidade regulada pela Susep deverá liquidar o fundo para entrega dos recursos ao participante do plano no prazo de até três dias úteis” e “a regulamentação da Superintendência de Seguros Privados (Susep) restringiria a negociação dos ativos com outros fundos administrados ou geridos por sociedades ligados ao administrador do fundo vinculado ao plano”. Assim, seria necessário vender o ativo no mercado para liquidar o fundo.

A ABBI sugere incluir no art. 13, parágrafo único, que trata da não aplicabilidade às ações da restrição à negociação por 90 dias, as debêntures conversíveis ou permutáveis em ações, bônus de subscrição e BDRs Nível III, emitidos por emissores registrados na categoria A ou emissores estrangeiros registrados, bem como os COEs.

A BM&FBovespa propõe que todos os valores mobiliários de emissão de emissores registrados nas categorias A e B sejam incluídos na regra de exceção do art. 13, parágrafo único, uma vez que esses emissores estão sujeitos a regime completo de prestação de informações pela regulação da CVM.

O período de **lockup** do art. 13 existe para se impedir que a regra de limitação ao número de investidores prevista pelo art. 3º seja facilmente elidida.

A exceção ao previsto no **caput** do art. 13, estabelecida no seu parágrafo único, foi proposta na Minuta em uma ponderação entre o objetivo do artigo em limitar a possibilidade de elisão da regra do art. 3º e a dificuldade operacional das entidades administradoras de mercado em segmentar, em seu sistema, ações da mesma espécie e classe sujeitas ao **lockup** e aquelas para livre negociação. Na ponderação, decidiu-se propor a exceção à regra do **caput**, tendo em vista que não se vislumbrou prejuízo aos investidores que, na maioria dos casos, poderiam adquirir valores mobiliários idênticos no mercado.



Na proposta definitiva de instrução, a exceção ao bloqueio de negociação de 90 dias para as ações de emissores registrados na Categoria A foi estendida para todos os bônus de subscrição e certificados de depósito de ações. Isso porque, nesses casos, a dificuldade operacional das entidades administradoras de mercado e a possibilidade, em regra, de o investidor adquirir valores mobiliários fungíveis não sujeitos ao **lockup** no mercado organizado são similares ao caso das ações.

Os pleitos do Madrona Hong, ANBIMA e BM&FBovespa não foram acatados, pois não foram amplamente discutidos com o mercado, fugindo do escopo específico desta audiência pública.

A BM&FBovespa sugere alterar a redação do **caput** do art. 13 para esclarecer dúvidas frequentes dos participantes do mercado quanto à interpretação do prazo ser aplicável ou não a cada investidor individualmente, na forma indicada abaixo:

“Art. 13. Os valores mobiliários ofertados de acordo com esta Instrução somente poderão ser negociados nos mercados regulamentados de valores mobiliários depois de decorridos 90 (noventa) dias de cada sua subscrição ou aquisição pelos investidores”.

A ANBIMA e Barcellos e Tucunduva sugerem no art. 14, parágrafo único, a substituição de “mercados de balcão organizado e não organizado” por “mercados regulamentados”.

A sugestão da BM&FBovespa foi considerada válida e está refletida na proposta final de instrução.

A sugestão de ANBIMA e Barcellos e Tucunduva foge ao escopo desta audiência e, portanto, não foi acatada.

3.2.6. Restrição à negociação por investidores não qualificados (Art. 15)

A BM&FBovespa sugere que as exigências impostas no §3º para permitir a negociação de ações distribuídas com esforços restritos por investidores não qualificados sejam eliminadas, mantendo-se, entretanto, as restrições propostas na Minuta para as companhias em fase pré-operacional. Assim, sugere as seguintes alterações ao art. 15:



“§ 1º A restrição à negociação prevista no **caput** deixará de ser aplicável caso o emissor tenha ou venha a obter o registro de que trata o art. 21 da Lei nº 6.385, de 1976, ~~exceto nos casos de ações ou debêntures conversíveis ou permutáveis por ações, que deverão observar os §§ 3º a 5º.~~

.....
~~§3º A restrição do caput não se aplica às ações distribuídas com esforços restritos, que sejam da mesma espécie e classe de ações:~~

- ~~I— que já tiverem sido objeto de oferta pública de distribuição registrada na CVM; ou~~
- ~~II— cuja primeira negociação em bolsa de valores tenha ocorrido há pelo menos 18 (dezoito) meses.~~

§4º Nas ofertas públicas distribuídas com esforços restritos que tiverem por objeto ações de emissores em fase pré-operacional, a restrição prevista no **caput** perdurará enquanto o emissor não se tornar operacional, exceto na hipótese ~~do inciso I do §3º de ações da mesma espécie e classe já terem sido objeto de oferta pública de distribuição registrada na CVM, as quais poderão ser negociadas entre investidores não qualificados após o decurso do prazo previsto no artigo 32-A da Instrução CVM nº 400/2003”.~~

A BM&FBovespa entende que as regras do §3º do art. 15 não se coadunam com o regime de registro de emissores instituído pela Instrução CVM nº 480, de 2009. Os emissores registrados nas categorias A ou B estão sujeitos a um regime informacional suficiente para a tomada de decisão por parte de quaisquer investidores, uma vez que eventuais dispensas ocorrem com relação aos emissores da categoria B em função dos tipos de valores mobiliários que podem ser admitidos à negociação.

A participante observa que, ao contrário do que ocorria antes da Instrução CVM nº 480, de 2009, o registro e a elaboração do prospecto, nos termos da Instrução CVM nº 400, de 2003, não traz novas informações em relação àquelas exigidas em decorrência do registro de emissor.

Admitir que a negociação por investidores não qualificados somente ocorra caso os valores mobiliários já tenham sido objeto de oferta pública registrada na CVM ou 18 meses após a primeira negociação em bolsa parece não se harmonizar com o racional regulatório da Instrução CVM nº 480, de 2009.



Além disso, a introdução de um período de restrição à negociação institui certa contradição dentro do regime regulatório, uma vez que um emissor registrado na categoria A sem a concomitante realização de oferta poderá ter suas ações admitidas à negociação em bolsa sem qualquer restrição, enquanto o emissor que realizou uma oferta com esforços restritos e, portanto, teve suas informações submetidas a escrutínio maior (por parte dos intermediários e investidores qualificados) terá as ações sujeitas à restrição.

A BM&FBovespa defende que a tutela de investidores não qualificados seja feita por meio de **suitability**, propondo a manutenção da redação original do parágrafo 1º e a exclusão do parágrafo 3º.

A ABRASCA comenta que a atual regulamentação não estabelece restrições a negociações entre investidores considerados não qualificados em colocações realizadas privadamente em mercado de balcão não organizado e um emissor poderia fazer uma colocação privada a um ou mais investidores considerados não qualificados que sejam de seu conhecimento.

A sugestão de exclusão do §3º do art. 15 não foi considerada pertinente. A CVM entende conveniente que sejam estabelecidas regras adicionais para permitir a negociação por investidores não qualificados neste momento inicial da inclusão de ações e debêntures conversíveis ou permutáveis em ações emitidas por emissores registrados na categoria A, e outros títulos de renda variável, no regime de distribuição pública com esforços restritos, resguardada a possibilidade de a CVM vir a analisar em momento posterior a revisão dessas regras.

BTG Pactual e ANBIMA sugerem, relativamente aos incisos I e II do §3º do art. 15, que:

- a) a redação do inciso I seja modificada para deixar claro que a restrição à negociação deixa de ser aplicável a partir da realização de oferta pública registrada na CVM, independentemente de este momento ser anterior ou posterior à emissão com esforços restritos;
- b) o prazo de 18 meses do inciso II não seja contado da primeira negociação em bolsa de valores, mas sim da admissão em bolsa de valores, dado que a confirmação da primeira data de negociação é de difícil verificação pelo intermediário quando do recebimento de uma ordem.



CVM

Comissão de Valores Mobiliários

Protegendo quem investe no futuro do Brasil

BM&FBovespa, ABRASCA e Stocche Forbes solicitam que o prazo previsto no inciso II seja reduzido.

A BM&FBovespa pede, alternativamente a sua proposta de exclusão do §3º do art. 15, que seja considerado para o inciso II, §3º, prazo inspirado naquele previsto na regulação norte-americana (6 a 12 meses), entendendo que, no Brasil, o período poderia ser de 3 a 6 meses, considerando o prazo previsto no art. 13 e o sólido regime informacional da Instrução CVM nº 480, de 2009.

ABRASCA e Stocche Forbes entendem que o prazo de 18 meses é muito longo, o que não faria sentido por se tratar de companhia que possui registro de emissor sob a categoria A e disponibiliza ao mercado formulário de referência, bem como todas as demais informações periódicas e eventuais exigidas pela Instrução CVM nº 480, de 2009.

Nesse sentido, sugerem que o prazo do inciso II seja de 3 meses. A ABRASCA afirma que esse prazo permitiria a divulgação necessária de informações e, em linha com o prazo de restrição de 90 dias previsto no texto vigente da Instrução CVM nº 476, de 2009, garantiria a proteção dos investidores contra oscilações do preço dos valores mobiliários após a oferta.

O IBRI recomenda que seja dada maior clareza quanto à aplicação do prazo de 18 meses para oferta a investidores qualificados e investidores considerados não qualificados.

As sugestões do BTG Pactual e da ANBIMA relativas ao inciso I do §3º do art. 15 foram acatadas.

As sugestões relativas ao inciso II do §3º do art. 15 foram consideradas parcialmente procedentes. A Minuta estabeleceu que as ações e debêntures conversíveis e permutáveis por ações distribuídas com esforços restritos podem ser negociadas por investidores não considerados qualificados quando esses ativos completarem o prazo de 18 meses de negociação para garantir um período mínimo de informações e acompanhamento pelo mercado.

A utilização da data de admissão do valor mobiliário em bolsa de valores como marco inicial para a contagem do prazo fixado no inciso II do §3º do art. 15 não traz prejuízo



à finalidade que a regra busca alcançar, já que fica preservado o princípio da existência de um período mínimo prestação de informações e de acompanhamento da companhia.

A CVM também ponderou sobre as sugestões para a redução do prazo de 18 meses e decidiu manter o prazo proposto inicialmente na versão final da norma, de modo a garantir a divulgação de um formulário de referência adicional àquele fornecido em virtude do registro na CVM, além de mais uma demonstração financeira anual.

Quanto ao comentário do IBRI, a CVM considera a explicação dada no edital suficientemente clara, e como o comentário do participante não especifica qual o ponto que é considerado preocupante e não propõe aprimoramento para a redação da norma, o comentário não foi contemplado na versão final da norma.

BTG Pactual, ANBIMA e ABRASCA propõem a inclusão de nova hipótese no §3º do art. 15 em que a negociação por investidores não qualificados ficaria autorizada.

BTG Pactual e ANBIMA sugerem que também sejam excepcionadas as ações cujo lote mínimo inicialmente ofertado seja equivalente ao valor mínimo de investimentos financeiros exigidos para que o investidor seja considerado qualificado de acordo com a Instrução CVM nº 409, de 2004.

A ANBIMA entende que esse critério permite compatibilizar a proteção do investidor de varejo com a dinâmica de funcionamento do mercado secundário de renda variável. A exigência de obtenção de declaração escrita do investidor, necessária para sua classificação como qualificado, não é compatível com a dinâmica de negociação de ativos de renda variável no mercado secundário. A dispensa da necessidade de declaração eliminaria a imposição de maiores ônus operacionais e regulatórios do que os atualmente suportados.

A ABRASCA propõe que ações que sejam negociadas em lote mínimo igual ou superior a R\$ 1 milhão, valor exigido como investimento para que o investidor seja considerado qualificado, sejam excepcionadas. Assim, não haveria pulverização dos valores mobiliários, que seriam destinados aos investidores qualificados que possuem conhecimento para avaliar os riscos inerentes a um emissor e subscreverem valores mobiliários em um contexto de oferta dispensada de registro.



CVM

Comissão de Valores Mobiliários

Protegendo quem investe no futuro do Brasil

As sugestões não foram acatadas por serem incompatíveis com a propostas de eliminação das regras de investimento mínimo apresentadas pela CVM na Audiência Pública nº 3/2014.

A ABBI sugere que as debêntures conversíveis ou permutáveis por ações, bônus de subscrição e certificados de depósito de ações - BDR Nível III também sejam submetidos às exigências adicionais impostas no art. 15 para admissão da negociação por investidores não qualificados. A BM&FBovespa propõe o mesmo em relação aos bônus de subscrição.

As sugestões da ABBI foram acatadas, entre as quais se inclui a sugestão da BM&FBovespa.

A ANBIMA sugere incluir no art. 7º, II, referência ao art. 15, como há ao art. 13.

A sugestão foi acatada na versão final da norma.

3.2.7. Emissores em fase pré-operacional (Art. 15, §4º, da Instrução CVM nº 476, de 2009, e art. 32-A da Instrução CVM nº 400, de 2003)

O Stocche Forbes acredita que ofertas de emissores em fase pré-operacional não deveriam ser destinadas exclusivamente para investidores qualificados, por meio da Instrução CVM nº 400, de 2003. Por ser uma oferta registrada na CVM, entende que as informações disponibilizadas aos investidores no âmbito da oferta são suficientes à tomada de decisão.

A sugestão do Stocche Forbes não foi acatada. O mercado brasileiro já tem como prática direcionar as ofertas públicas iniciais de companhia em fase pré-operacional para investidores qualificados, restringindo a negociação dos valores mobiliários distribuídos a esses investidores por determinado prazo. Como manifestado no edital desta audiência pública, a CVM entende conveniente formalizar essa prática do mercado brasileiro.

CMCAP e BM&FBovespa entendem que o §4º do art. 15 da Instrução CVM nº 476, de 2009, carece de uma definição de “fase pré-operacional”. Lanna Ribeiro e Vaz Barreto manifestaram o mesmo em relação ao art. 32-A da Instrução CVM nº 400, de 2003.

A CMCAP sugere que sejam entendidos como sociedades em fase pré-operacional os emissores cuja receita operacional represente menos de 20% da prevista em estudo de



viabilidade elaborado pela sociedade e aprovado por firma de consultoria de reputação internacional para um período de ao menos 5 anos a partir da data da conclusão do referido estudo.

A BM&FBovespa sugere que seja considerado operacional o emissor que tenha apresentado demonstrações financeiras anuais referentes ao exercício social em que iniciou a geração de receitas originadas da realização das atividades previstas em seu objeto social, considerando as características mencionadas na Deliberação CVM nº 641/10 (CPC 03).

O Lanna Ribeiro entende que a definição de companhia pré-operacional para fins contábeis e tributários, isto é, “caracterizada pelo imediato início de suas operações”, não guarda correspondência perfeita com as regras de mercado. Assim, sugere, em linha com a redação original do inciso II do art. 32 da Instrução CVM nº 400, de 2003, e com a Deliberação CVM nº 533, de 29 de janeiro de 2008, que seja considerado como emissor em fase pré-operacional “aquele que exerça suas atividades há menos de dois anos ou que concentre ou controle atividades desenvolvidas por outras sociedades existentes e em operação por período superior a dois anos.”

Tendo em vista a importância prática do conceito de emissor em fase pré-operacional, a CVM julgou conveniente estabelecer em norma sua definição. A forma mais objetiva e simples de definir uma companhia como operacional é analisar suas demonstrações financeiras e, nesse sentido, a sugestão da BM&FBovespa foi acatada.

Para fins da regulação da CVM de oferta pública, será operacional o emissor que tiver, ao menos em um exercício social, apresentado receita operacional líquida. Essa informação financeira deverá ser comprovada por demonstrações financeiras anuais elaboradas de acordo com as normas da CVM e auditadas por auditor independente registrado nesta autarquia.

A ANBIMA entende que a redação proposta na Minuta para o §4º do art. 15 permite entender que, quando o emissor se torna operacional, a restrição à negociação por investidor não qualificado deixa de ser aplicável, independentemente do prazo transcorrido desde a oferta ou do início da negociação em bolsa. Isso seria contrário à intenção da CVM contida na página 5 do edital e incoerente com o art. 32-A da Instrução CVM nº 400, de 2003, pois a disposição da Instrução CVM nº 476, de 2009, se tornaria mais flexível do que a regra aplicável nas emissões registradas na CVM.



CVM

Comissão de Valores Mobiliários

Protegendo quem investe no futuro do Brasil

Assim, a ANBIMA sugere a seguinte redação:

“§4º Nas ofertas públicas distribuídas com esforços restritos que tiverem por objeto ações de emissores registrados na Categoria “A” em fase pré-operacional, a restrição prevista no **caput** cessará a partir do momento em que, cumulativamente, perdurará enquanto o emissor tiver se tornado não se tornar operacional e tenham decorrido 18 meses da admissão à negociação em bolsa, exceto na hipótese do inciso I do §3º, na qual as ações objeto da oferta com esforços restritos passarão a observar as restrições estabelecidas pela CVM no âmbito da oferta pública.”

Essa redação torna a regra da Instrução CVM nº 476, de 2009, mais restritiva do que a da Instrução CVM nº 400, de 2003, no cenário em que emissores de ofertas nos regimes dessas Instruções, não precedidas de ofertas sujeitas a registro do mesmo papel, levem mais do que 18 meses para se tornar operacionais.

A participante pondera se essa discrepância seria de fato inconveniente por entender que o melhor seria ter um conceito simples e único, no sentido de que, decorridos 18 meses de uma oferta pública de emissores pré-operacionais, a negociação seria permitida por investidores não qualificados.

A CVM havia proposto duas restrições para que ações emitidas por companhias em fase pré-operacional, ofertadas com esforços restritos, atingissem o público de varejo, considerando que a companhia nunca realizou oferta pública de ações com esforços amplos de venda: (i) a primeira negociação das ações em bolsa deveria ter ocorrido há 18 meses; e (ii) a companhia deveria se tornar operacional.

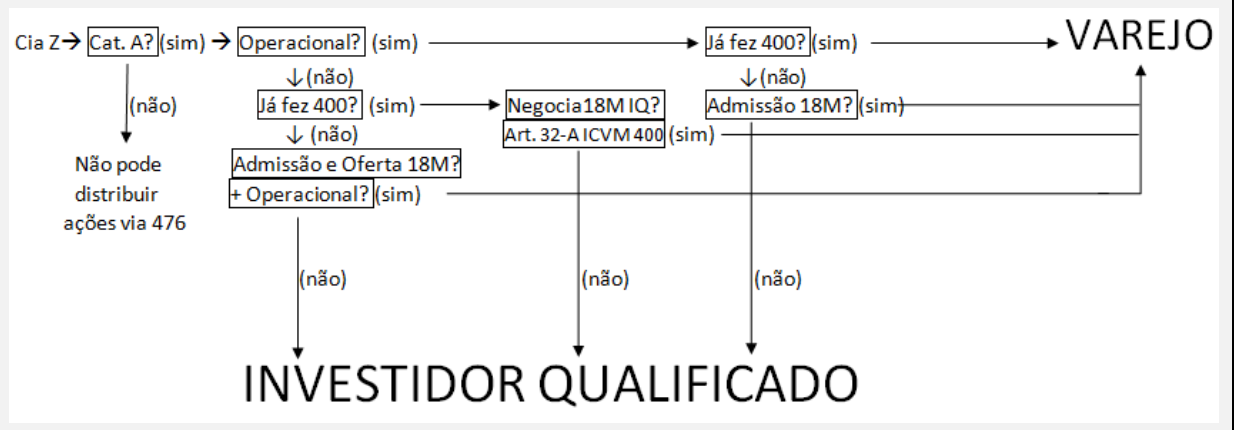
Além de definir o que seria companhia em fase pré-operacional, a CVM também acrescentou uma restrição adicional à lista acima: além dos 18 meses da admissão das ações à negociação em bolsa, as ações ficam restritas por 18 meses após a oferta.

A CVM acredita que é importante limitar o acesso de investidores que não sejam qualificados a ofertas públicas de valores mobiliários de emissores pré-operacionais, por causa da maior dificuldade de projeção do fluxo de caixa futuro dessas companhias. O período de 18 meses depois da oferta permite, ainda, que seja formado um histórico razoável



de informações divulgadas pelo emissor após a captação de recursos, viabilizando uma melhor avaliação sobre seu desempenho e o resultado de suas operações.

Para facilitar o entendimento da redação dos §§ 3º ao 6º do art. 15 da Instrução nº 476, de 2009, adotada na proposta definitiva de instrução, a CVM apresenta o seguinte fluxograma:



O Vaz Barreto entende importante definir no art. 32-A se o termo “oferta pública inicial” abrange apenas a oferta inicial de ações (IPO) ou se contempla a oferta de outros valores mobiliários, inclusive debêntures não conversíveis e notas promissórias.

Ainda, solicita esclarecer se o mesmo termo abrangeria a oferta pública regulada pela Instrução CVM nº 476, de 2009. Assim, caso um emissor realizasse sua primeira oferta no regime de esforços restritos, a sua segunda oferta, nos termos da Instrução CVM nº 400, de 2003, poderia ser distribuída a investidores considerados não qualificados.

O Vaz Barreto ainda sugere que o parágrafo único seja alterado para esclarecer se: (a) o prazo de 18 meses começa a ser contado a partir do início ou do encerramento da oferta inicial; e (b) nas ofertas públicas subsequentes a distribuição deve ser destinada a investidores qualificados, sendo respeitada a mesma restrição à negociação entre investidores qualificados aplicável à oferta inicial. O participante propõe a seguinte redação:

“§1º. As ofertas públicas subsequentes de valores mobiliários realizadas por emissor em fase pré-operacional serão distribuída exclusivamente para investidores qualificados se realizadas nos primeiros 18 (dezoito) meses contados do encerramento da oferta pública inicial, independentemente do tipo de valor mobiliário objeto da oferta inicial.



§2º A negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários emitidos por emissor em fase pré-operacional deve ser realizada somente por investidores qualificados nos primeiros 18 (dezoito) meses contados do encerramento da oferta pública inicial, independentemente do tipo de valor mobiliário objeto da oferta inicial, ou até o emissor tornar-se operacional, o que ocorrer primeiro.”

A ANBIMA sugere alterar o art. 32-A para estabelecer no parágrafo único que a negociação deve ser realizada “em lotes mínimos iniciais ofertados, cujo valor financeiro seja igual ou maior ao investimento mínimo exigido para investidores qualificados” pelo prazo de 18 meses, em substituição a regra de que a negociação deve ser exclusivamente entre investidores qualificados.

Também sugere trocar o termo “emissora” por “companhia” no **caput** do art. 32-A para que fique claro que não inclui fundos de investimento fechado. Pelo mesmo motivo, sugere trocar o termo “emissora” por “companhia” no art. 15, §4º.

A redação do art. 32-A da Instrução CVM nº 400, de 2003, foi revista de forma a se esclarecer que o dispositivo se aplica apenas a ofertas iniciais de ações, bônus de subscrição e debêntures conversíveis ou permutáveis por ações. Dessa forma, alinham-se os tratamentos dados às ofertas de companhias pré-operacionais na Instrução CVM nº 400, de 2003, e na Instrução CVM nº 476, de 2009.

Esclareceram-se, ainda, de acordo com os questionamentos de Vaz Barreto, os seguintes pontos na redação do art. 32-A: (i) o dispositivo regula a primeira oferta pública registrada; (ii) o prazo de 18 meses passa a ser contado a partir do encerramento da oferta. A proposta de regra para ofertas subsequentes não foi acatada, tendo em vista sua pouca importância prática: é altamente improvável que, antes do fim do prazo de 18 meses, ocorram novas ofertas públicas registradas de ações de uma mesma companhia.

O termo “emissor” foi substituído por “companhia”, de acordo com a sugestão da ANBIMA.

A sugestão da ANBIMA de estabelecimento de lote mínimo para a negociação não foi acatada por ser incompatível com as propostas de eliminação das regras de investimento

**CVM***Comissão de Valores Mobiliários**Protegendo quem investe no futuro do Brasil*

mínimo apresentadas pela CVM na Audiência Pública nº 3/2014.

4. Outros comentários

4.1 Restrição à realização de outra oferta (Art. 9º)

ABBI, IBRI, ANBIMA e BTG sugerem que a oferta de certificados de operações estruturadas seja excepcionada da restrição prevista no art. 9º de realização de nova oferta dentro de 4 meses contados da data de encerramento da oferta anterior. ANBIMA e BTG propõem que o mesmo também se aplique às ofertas de cotas de fundos de investimento fechado que sejam destinadas exclusivamente aos cotistas do fundo.

ABBI e IBRI propõem excepcionar a oferta de certificados de operações estruturadas (COE) “emitidos pela mesma instituição financeira com lastro em ativos subjacentes distintos”. ANBIMA e BTG Pactual propõem inserir as “ofertas de certificados de operações estruturadas que não sejam referenciadas em ações de seu próprio emissor”.

A ANBIMA comenta que as ofertas de cotas de fundos de investimento fechados que sejam destinadas exclusivamente aos cotistas do fundo devem ser excepcionadas porque a restrição temporal do art. 9º foi reavaliada pela CVM no Ofício-Circular/CVM/SIN/Nº10/2013 e no Processo RJ-2011-14594. Também defende que, tendo em vista o art. 3º, §1º, da Instrução CVM nº 400, de 2003, sequer deveria estar sujeita a registro de oferta.

O Stocche Forbes sugere que seja esclarecida a correta definição da expressão “mesma espécie de valores mobiliários” do art. 9º, porque o conceito poderia ser compreendido como tipo de ativo (notas promissórias, debêntures, cotas de fundos de investimento, ações, entre outros) ou espécie do valor mobiliário (com garantia real ou flutuante, quirografária ou subordinada, ordinária ou preferencial).

A sugestão de inclusão dos certificados de operações estruturadas foi acatada e o art. 9º foi alterado na versão final da norma, em linha com a redação proposta pela ABBI e pelo IBRI.

A proposta de inclusão das cotas de fundos de investimento fechados entre os valores



mobiliários previstos no parágrafo único do art. 9º, quando a oferta for destinada exclusivamente a cotistas do fundo, também foi acatada, em linha com a decisão emitida pelo Colegiado da CVM em 27 de março de 2012, no âmbito do Processo RJ-2011-14594.

A CVM esclarece que o termo “espécie” no art. 9º da Instrução CVM nº 476, de 2009, deve ser interpretado tecnicamente. Como fica claro pela leitura da Lei nº 6.404, de 1976, e da Instrução CVM nº 400, de 2003, os valores mobiliários, em regra, podem ser classificados em tipos (ações, debêntures etc.) e espécies (por exemplo, ações ordinárias e preferenciais). A vedação do art. 9º aplica-se, portanto, a valores mobiliários da mesma espécie, podendo ser realizadas ofertas com esforços restritos de valores mobiliários de mesmo tipo do mesmo emissor dentro do prazo de 4 meses, desde que de espécies distintas.

4.2 Fundos de investimento (Arts. 3º e 4º)

A ANBIMA sugere que conste no parágrafo único do art. 3º que, além dos fundos de investimento, também serão consideradas como um único investidor para os fins dos limites do artigo as carteiras administradas, cujas decisões sejam tomadas pelo mesmo gestor. Isso porque a restrição da quantidade de carteiras que podem subscrever valores mobiliários ofertados com esforços restritos pode conflitar com o dever fiduciário do gestor, uma vez que ele seria compelido a escolher determinados clientes para alocação dos valores mobiliários em detrimento dos demais.

Ademais, salvo por eventuais restrições em políticas de investimentos, os titulares das carteiras não têm ingerência na escolha de ativos que comporão a carteira, razão pela qual a tendência é ofertar diretamente aos gestores.

A ANBIMA sugere que, no caso de oferta de cotas de fundo de investimento fechado a pessoa que já seja cotista do fundo, a verificação da qualificação do investidor seja feita quando de seu primeiro investimento. Assim, propõe incluir parágrafo único no art. 4º que leia:

“Parágrafo Único. Em se tratando de oferta de cotas de fundo de investimento fechado, não estarão sujeitas ao montante mínimo referido no inciso II acima as pessoas naturais e jurídicas ali referidas, que, ao tempo da oferta, já sejam cotistas do fundo, tendo efetuado a subscrição ou aquisição de suas cotas no montante mínimo de R\$1.000.000,00 (um milhão de reais) em oferta anterior realizada nos termos da presente Instrução.”



Entende o participante que a inexistência de regra semelhante à da Instrução CVM nº 409, de 2004, “acarreta um ônus excessivo às pessoas naturais e jurídicas que já sejam cotistas do fundo fechado ao tempo da nova distribuição e, não raro, acaba até inviabilizando investimentos adicionais desses cotistas em uma nova distribuição de cotas do fundo, realizada com esforços restritos”.

A sugestão da ANBIMA para que conste no parágrafo único do art. 3º que, além dos fundos de investimento, também serão consideradas como um único investidor para os fins dos limites do artigo as carteiras administradas de valores mobiliários foi acatada.

De fato, carteiras administradas discricionariamente por administrador registrado na CVM são, em muitos aspectos, similares aos fundos de investimento, o que já foi reconhecido no item 4.1 do Edital de Audiência Pública SDM nº 03/2014, acerca da dispensa de **suitability** em caso de carteiras administradas.

A segunda sugestão da ANBIMA não foi acatada porque, antes de tudo, o art. 109, § 3º, da Instrução CVM nº 409, de 2004, já é claro ao determinar que o intermediário só precisa verificar a qualificação do investidor quando este aplicar recursos em fundo do qual não seja cotista. Este dispositivo, pela sua especificidade, prevalece sobre a regra geral de que a qualificação do investidor deve sempre ser verificada pelo intermediário.

A obrigatoriedade de se investir o montante mínimo de R\$ 1 milhão prevista no art. 4º, II, porém, não foi dispensada. A revogação desta regra está em discussão na Audiência Pública SDM nº 03/2014 e não é conveniente, no momento, regulamentar sua dispensa.

4.3 Obrigações do intermediário e do emissor (Arts. 11 e 17)

O Stocche Forbes sugere que seja esclarecido no art. 17, III, se as demonstrações financeiras divulgadas se referem ao exercício social em que foi realizada a oferta ou ao anterior à sua realização.

O art. 17 atribui a obrigação de preparar demonstrações financeiras de encerramento de exercício em conformidade com a Lei nº 6.404, de 1976, ao emissor do valor mobiliário cuja negociação esteja autorizada nos termos do art. 14. Trata-se, de uma obrigação contínua

**CVM***Comissão de Valores Mobiliários**Protegendo quem investe no futuro do Brasil*

de prestação de informações que deve ser cumprida pelo emissor desde o momento da oferta.

De qualquer forma, em regra, as demonstrações financeiras relativas ao exercício social anterior àquele em que a se dá a oferta pública serão necessárias para que o ofertante e o intermediário cumpram seus deveres de prestar informações verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes para os investidores (arts. 10 e 11 da Instrução CVM nº 476, de 2009).

4.4 Distribuição parcial, com excesso de demanda e de lote suplementar

A ANBIMA solicita a confirmação de seu entendimento de que é possível a realização de distribuição parcial por meio da Instrução CVM nº 476, de 2009, assim como é por meio da Instrução CVM nº 400, de 2003.

A ANBIMA também afirma que, devido à possibilidade de não haver demanda para a quantidade ofertada, os intermediários poderiam reduzir o tamanho da oferta, razão pela qual solicita a inclusão de procedimento de distribuição parcial nos termos dos arts. 30 e 31 da Instrução CVM nº 400, de 2003.

A ANBIMA propõe incluir novo artigo com a mesma previsão do artigo 55 da Instrução CVM nº 400, de 2003.

A ABBI sugere incluir artigo que permita ao ofertante outorgar ao intermediário opção de distribuição de lote suplementar até um montante pré-determinado, devidamente informado aos investidores.

A participante observa que a comunicação de início de distribuição prevista no art. 7- A não faz referência à quantidade inicial de valores mobiliários ofertados e entende que isso foi intencional dada a ausência de preocupação regulatória de se determinar antecipadamente a quantidade de valores mobiliários a ser distribuída, uma vez que não há registro prévio.

No entanto, no caso de ofertas primárias será necessário determinar a quantidade inicial de ações a serem ofertadas para que se possa operacionalizar a concessão de prioridade aos atuais acionistas.

Assim, a participante entende ser importante para o êxito de futuras ofertas com esforços restritos resguardar a possibilidade de estabilização de preço dos valores mobiliários



CVM

Comissão de Valores Mobiliários

Protegendo quem investe no futuro do Brasil

no mercado secundário, pois os investidores que participaram da oferta esperam que essa estabilização seja feita, o que passa pela possibilidade de colocação de lote suplementar.

Por isso, sugere inclusão de dispositivo análogo ao art. 24 da Instrução CVM nº 400, de 2003.

Caso a CVM entenda que a Instrução CVM nº 476, de 2009, franqueia ampla liberdade para ofertantes e intermediários determinarem a quantidade de valores mobiliários ofertados em função da demanda, visto que não há necessidade de registro, tornando desnecessária a inclusão do artigo, a participante solicita que esse entendimento seja explicitado.

ABBI e BTG Pactual sugerem (caso não haja flexibilidade de aumento da quantidade ofertada após o anúncio), inserir novo artigo que permite ao ofertante aumentar a quantidade de valores mobiliários a distribuir até um montante pré-determinado, devidamente informado aos investidores, caso a demanda assim justifique.

Os comentários foram considerados parcialmente pertinentes e surgem num contexto de inclusão de ações no rol de valores mobiliários passíveis de colocação por meio de oferta pública com esforços restritos.

Dessa forma, a CVM acatou o pleito de permitir a distribuição parcial. No entanto, a sugestão de viabilizar a estabilização de preço e distribuição de lote suplementar foge à lógica de colocação restrita prevista na Instrução CVM nº 476, de 2009.

4.5 Sociedades limitadas

IBRI e Fernandes Figueiredo recomendam avaliar a permissão para que sociedades limitadas emitam por meio da Instrução CVM nº 476, de 2009.

A CVM entende que sociedades limitadas podem realizar ofertas com esforços restritos dos valores mobiliários que legalmente puderem emitir e que estiverem listados na Instrução CVM nº 476, de 2009. A referida instrução rege a oferta, não a emissão.

Por exemplo, sociedades limitadas não podem emitir debêntures, uma vez que as



CVM

Comissão de Valores Mobiliários

Protegendo quem investe no futuro do Brasil

debêntures são disciplinadas na Lei nº 6.404, de 1976, aplicável às sociedades anônimas. Ademais, o regime societário das limitadas (por exemplo, regras informacionais e direitos) não é coerente com a emissão desses valores mobiliários.

4.6 Mercado de negociação

O Barcellos Tucunduva recomenda que seja exigido na Instrução CVM nº 476, de 2009, que os “valores mobiliários de um mesmo emissor que tenham características, direitos e privilégios substancialmente similares entre si sejam admitidos à negociação em um mesmo mercado regulamentado”. Isso porque mercados diferentes têm peculiaridades diferentes que podem tornar um mais atraente do que o outro, o que distorceria a liquidez e preço de “ativos supostamente idênticos”.

A sugestão do Barcellos Tucunduva foge do escopo da presente Audiência e, por isso, não foi acatada.

5. Proposta definitiva de instrução

A proposta definitiva de instrução alteradora da Instrução CVM nº 332, de 2000, 400, de 2003, e 476, de 2009, que incorpora as sugestões acatadas acima mencionadas, segue em anexo ao presente relatório.

Rio de Janeiro, 25 de setembro de 2014.

Original assinado por

FLAVIA MOUTA FERNANDES

Superintendente de Desenvolvimento de Mercado