



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil – Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil – Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### PROCESSOS ADMINISTRATIVOS Nº 19957.007194/2017-50 e 19957.007197/2017-93

Reg. Col. nº 1424/2019

**Interessados:** Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE

**Assunto:** Consulta ao Colegiado – Ofertas realizadas ao amparo da Instrução CVM nº 476/2009 com supostas características de ofertas privadas.

**Diretor Relator:** Gustavo Machado Gonzalez

### RELATÓRIO

1. Neste processo, a Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE solicita que o Colegiado se manifeste sobre ofertas realizadas sob a égide da Instrução CVM nº 476/2009 (as “Ofertas 476”) e que foram integralmente subscritas ou adquiridas pelos intermediários ou por pessoas ligadas aos intermediários ou a instituições financeiras ligadas à emissora.
2. A consulta busca aprofundar algumas das discussões travadas no âmbito do Processo SEI 19957.003689/2017-18, tendo em vista que a CVM se encontra no processo de rever a regulamentação aplicável às ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários.
3. A área técnica começa sua análise destacando que uma parcela substancial das Ofertas 476 foram subscritas ou adquiridas por um único investidor que, na maior parte dos casos, era vinculado às instituições intermediárias participantes do consórcio de distribuição ou às instituições financeiras ligadas à emissora ou aos participantes do consórcio.
4. Prossegue a SRE pontuando que parte expressiva das debêntures subscritas ou adquiridas por um único investidor nas Ofertas 476 realizadas entre 2016 e 2018 (29% em 2016, 22% em 2017 e 30% em 2018) não foram posteriormente revendidas para terceiros no mercado secundário. Cita, nesse ponto, estudo realizado pela B3.
5. Com base nesses números, a SRE concluiu que parte significativa das Ofertas 476 poderiam consistir em operações privadas de crédito entre instituições financeiras e empresas, sem qualquer esforço de venda para terceiros nos mercados primário ou secundário. Para melhor analisar esse ponto, a SRE solicitou que a Superintendência de Fiscalização Externa – SFI



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil – Tel.: (21) 3554-8686

Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil – Tel.: (11) 2146-2000

SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

conduzisse inspeções junto a três intermediários líderes de Ofertas 476: Banco Itaú BBA S.A. (Processo SEI nº 19957.007194/2017-50), BB Banco de Investimentos S.A. (Processo SEI nº 19957.007197/2017-93) e Banco Santander (Brasil) S.A. (Processo SEI nº 19957.011472/2017-73). Com base nas respostas e materiais fornecidos, a área técnica concluiu que as duas primeiras instituições não lograram demonstrar a realização de esforços efetivos de distribuição em todas as Ofertas 476 analisadas.

6. Após uma breve exposição sobre as operações analisadas durante a inspeção, a área técnica propõe que o Colegiado reavalie a possibilidade de que os participantes do mercado possam se valer dos regimes previstos para as ofertas públicas mesmo quando não venham a realizar nenhum esforço efetivo de distribuição pública. A SRE destaca que o posicionamento do Colegiado foi firmado em 2006, na decisão do Processo Administrativo CVM nº RJ 2006/8566<sup>1</sup>, e mantido em decisões posteriores<sup>2</sup>, mas manifesta o entendimento de que esse tipo de operação pode ter implicações no desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, bem como na esfera de atuação de outros órgãos.

7. Especificamente no tocante aos impactos no mercado de capitais, a SRE suscita, em caráter não exaustivo, oito aspectos: (i) “a existência de operações privadas realizadas sob o regime da Instrução CVM nº 476/2009 pode macular as estatísticas dessa via de captação pública, prejudicando o diagnóstico sobre o tamanho e a evolução do mercado de capitais brasileiro”; (ii) “potencial ‘canibalização’ de operações passíveis de alcançarem o mercado de capitais por operações privadas na Instrução CVM nº 476/2009”; (iii) “impacto no custo de captação dos emissores, na comparação entre operações privadas com instituições financeiras vs. ofertas públicas efetivas”; (iv) “processo de formação de preços, comparando as duas modalidades de operações”; (v) “transparência nas taxas praticadas e exposição dos emissores (ofertas privadas na da Instrução CVM nº 476/2009 teriam maior transparência e trariam maior exposição dos emissores do que operações de crédito, devido ao registro na B3)”; (vi) “potenciais conflitos de interesses entre as áreas de tesouraria e de *underwriting* das instituições financeiras que subscrevem/distribuem as ofertas privadas na Instrução CVM nº 476/2009”; (vii) “impactos no

---

<sup>1</sup> PA CVM nº RJ2005/2345, Rel. Pres. Marcelo Trindade, j. em 21.02.2006.

<sup>2</sup> Cf. PA CVM nº 19957.004749/2018-92, Rel. SRE, j. em 26.06.2018, e PA CVM nº 19957.003689/2017-18, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. em 30.10.2018.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil – Tel.: (21) 3554-8686

Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil – Tel.: (11) 2146-2000

SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

desenvolvimento do mercado secundário de dívida brasileiro”; e (viii) “desvio de recursos escassos da CVM para supervisionar ofertas privadas, que não seriam originalmente de sua competência”.

8. Com relação aos impactos em outras esferas, a SRE lembra que as decisões anteriores do Colegiado pressupunham haver uma “razão lícita” quando decidiram que os regimes previstos para as ofertas públicas poderiam ser utilizados mesmo quando os participantes do mercado não pretendessem realizar qualquer esforço efetivo de distribuição pública. Nesse ponto, destacou que o artigo 3º da Resolução nº 1.777/1990, do Conselho Monetário Nacional (“CMN”), estabelece que as instituições financeiras somente poderiam subscrever, adquirir ou intermediar debêntures se estas fossem destinadas a subscrição pública. Assim, na visão da área técnica, “poder-se-ia aventar que, nas operações privadas objeto do presente Memorando, os intermediários, ao subscreverem e manterem a totalidade dos papéis emitidos pelas companhias, sem a finalidade do exercício da destinação à subscrição pública, estariam agindo em violação” ao mencionado comando. Destacou, ainda, que “além da questão atinente à Resolução CMN nº 1.777/90, poderia haver outras regras do Bacen (...) que eventualmente seriam impactadas distintamente em função de realização de uma operação de crédito vs. uma subscrição de valores mobiliários em oferta pública” e que “a razão da estrutura adotada nessas operações poderia ter finalidades tributárias, derivada das diferenças de tributação entre uma forma e outra de atuar”, propondo interlocução com o Banco Central do Brasil (“BCB”) e a Receita Federal do Brasil (“RFB”).

É o relatório.

São Paulo, 23 de fevereiro de 2021

*Assinado eletronicamente por*

**Gustavo Machado Gonzalez**

Diretor



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil – Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil – Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### PROCESSOS ADMINISTRATIVOS Nº 19957.007194/2017-50 e 19957.007197/2017-93

Reg. Col. nº 1424/2019

**Interessado:** Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE

**Assunto:** Consulta ao Colegiado – Ofertas realizadas ao amparo da Instrução CVM nº 476/2009 com supostas características de ofertas privadas.

**Diretor Relator:** Gustavo Machado Gonzalez

#### VOTO

1. Nestes processos, a SRE<sup>1</sup> solicita que o Colegiado se manifeste mais uma vez sobre a possibilidade de os agentes de mercado se valerem das regras de ofertas públicas para operações em que não há qualquer esforço efetivo de colocação junto ao público investidor.
2. O assunto não é novo – o Colegiado foi chamado a se manifestar acerca da matéria em 2006<sup>2</sup> e o entendimento então firmado vem sendo consistentemente mantido<sup>3</sup> – e os fatos apurados pela área técnica não trazem nada de verdadeiramente novo ao debate.
3. Os conceitos de valor mobiliário e de oferta pública previstos na Lei nº 6.385/1976 têm caráter instrumental – não são fins em si mesmos e servem, sobretudo, para identificar operações que devem estar sujeitas à regulação mobiliária e, mais especificamente, à supervisão da CVM. São, em essência, critérios para identificar ativos e negócios que devem necessariamente estar sujeitos a um regime jurídico específico: o direito dos valores mobiliários.
4. Nessa perspectiva, entendo que a conclusão de que operações privadas estariam sendo indevidamente travestidas de ofertas públicas parte do pressuposto equivocado de que o conceito

---

<sup>1</sup> Os termos iniciados em letras maiúsculas e que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes é atribuído no relatório.

<sup>2</sup> PA CVM nº RJ2005/2345, Rel. Pres. Marcelo Trindade, j. em 21.02.2006.

<sup>3</sup> Cf. PA CVM nº 19957.004749/2018-92, Rel. SRE, j. em 26.06.2018, e PA CVM nº 19957.003689/2017-18, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. em 30.10.2018.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil – Tel.: (21) 3554-8686

Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil – Tel.: (11) 2146-2000

SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

legal de oferta pública tem um caráter verdadeiramente conceitual<sup>4</sup>, quando, na verdade, se trata de um instrumento que, como tanto, deve ser analisado em razão da função que pretende cumprir.

5. Em uma perspectiva funcional, a lei se preocupa em assegurar que processos de captação de recursos mediante amplo apelo à poupança popular observem certas obrigações e procedimentos. Assim, sob a ótica da regulação do mercado de valores mobiliários, não há razão para que uma operação que não envolve um real esforço de captação junto a um público indeterminado ou que se destina, somente, a um público sofisticado e que, portanto, a princípio não se submete à intervenção estatal (ou é objeto de uma intervenção qualificada e menos intrusiva) não possa, *voluntariamente*, seguir um rito mais rígido, custoso e transparente que, originalmente, foi concebido para operações que, por suas características, são *necessariamente* sujeitas àquele regime mais protetivo.

6. Em outras palavras, ainda que fosse realmente possível traçar uma linha demarcando, de modo conceitualmente preciso, a fronteira que separa as ofertas privadas das públicas, a preocupação da regulação não é a de que as primeiras sejam realizadas com as proteções originalmente pensadas para as públicas, mas sim (e somente) o inverso<sup>5</sup>.

7. Esse racional se aplica não só quando se discute a possibilidade de que operações inicialmente eximidas do regime mobiliário sejam voluntariamente submetidas à regulação estatal, mas, também, aos casos em que a regulação contempla diferentes regimes em função das características da oferta.

8. Com efeito, creio que hoje não há dúvidas de que a regulação deve prever mais de um regime de oferta, de modo que a intensidade das normas cogentes (e, conseqüentemente, os limites à liberdade de contratar) da regulação obrigatória seja modulada conforme certos parâmetros

---

<sup>4</sup> Nesse sentido, Nelson Eizirik et al. assinalam que o artigo 19 da Lei nº 6.385/1976 “ao invés de estabelecer uma distinção conceitual entre a distribuição privada e a distribuição pública de valores mobiliários, limitou-se a enunciar algumas hipóteses em que esta última vem a se caracterizar”. EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de F. *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*. 4ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2020, p. 211.

<sup>5</sup> Em importante trabalho sobre o tema, André Grünspun Pitta destaca “a tendência de circunscrever esse perímetro regulatório [entre ofertas merecedoras de tutela estatal e aquelas que prescindem de tal tratamento] por uma via negativa, por meio da indicação de características que eximem uma determinada operação do cumprimento do rito aplicável às ofertas públicas (sem a necessidade de, em contrapartida, qualificá-las, para tanto, como ofertas privadas)”. PITTA, André Grünspun. *A Capitalização da Empresa e o Mercado de Valores Mobiliários*. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 350.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil – Tel.: (21) 3554-8686

Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil – Tel.: (11) 2146-2000

SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

pensados em função da necessidade de tutela estatal, e não da sempre tormentosa distinção entre ofertas públicas e privadas<sup>6</sup>. Quando a regulação oferece esse “cardápio”, não se pode admitir que uma oferta que, segundo os critérios nela estabelecidos, deva estar sujeita a um regime mais protetivo seja realizada conforme um regime mais leniente, não havendo razão, contudo, para se impedir o movimento em sentido contrário, no qual os participantes do mercado voluntariamente optam por se submeter a um rito que, sob diversos aspectos, é mais oneroso e menos flexível.

9. De fato, diante do que já foi exposto, vê-se que não é correto dizer que uma oferta privada foi feita como uma oferta pública. A princípio, a oferta realizada observando o rito típico de uma oferta pública, deve, para fins da regulação, ser considerada pública, independentemente de suas outras características.

10. Indo adiante, é importante assinalar que o regime aplicável à oferta não tem consequências somente no momento da colocação do valor mobiliário, impactando, ainda, em outras variáveis, como na possibilidade de negociação no mercado secundário e, no caso de certos valores mobiliários, na própria disponibilidade do regime regulatório da CVM<sup>7</sup>.

---

<sup>6</sup> Idem, pp. 330-331.

<sup>7</sup> Sobre esse ponto cf. o voto do Dir. Pablo Renteria no PA CVM nº 19957.003689/2017-18, de sua relatoria. Naquela ocasião, o então diretor defendeu que a regulamentação estabelecesse um conjunto de *safe harbors* – “situações fáticas em que a oferta de valores mobiliários seria presumidamente privada”, medida que está prevista no projeto de revisão normativa em andamento.

Arriscando-me em uma rápida incursão no campo da futurologia, penso que a inclusão dos *safe harbors*, embora positiva e desejável, não eliminará situações em que os ritos originalmente concebidos para ofertas públicas, sobretudo os regimes descontados (as ofertas semipúblicas, para usar a expressão cunhada por Pitta), serão utilizados a despeito da ausência de qualquer esforço (ao menos imediato) de distribuição junto ao público.

De um lado, a positivação de *safe harbors* eliminará incertezas a respeito do regime jurídico aplicável a certas operações. A origem da regra de ofertas públicas com esforços restritos, vale dizer, foi justamente uma consulta formulada por intermediários que buscavam confirmar se determinadas operações estavam ou não sujeitas ao regime mobiliário, o que indica que a Instrução CVM nº 476/2009 é, em certos casos, utilizada conservadoramente com o único propósito de se proteger de uma eventual acusação de oferta irregular de valores mobiliários. Nessa perspectiva, pode-se imaginar que parte das ofertas que hoje são realizadas ao amparo da Instrução CVM nº 476/2009 passará a se valer de um *safe harbor* para não mais se submeter à regulação da CVM.

De outro lado, não se pode ignorar que a escolha do rito a ser seguido na operação tem consequências que extrapolam a colocação dos valores mobiliários. Sabe-se, ainda, que o mercado secundário de títulos emitidos em regimes descontados tem liquidez crescente e que tende a aumentar ainda mais caso a CVM estabeleça regimes intermediários de oferta baseados unicamente em filtros qualitativos (i.e. na sofisticação do público-alvo), abandonando a dupla-filtragem prevista na Instrução CVM nº 476/2009. Assim, é razoável esperar que muitos participantes do mercado continuem, em um movimento legítimo, se valendo de ofertas públicas e semipúblicas ainda que não pretendam, ao



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil – Tel.: (21) 3554-8686

Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil – Tel.: (11) 2146-2000

SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

11. A possibilidade de revenda no mercado secundário é uma razão mais do que legítima para que as instituições financeiras optem por subscrever ou adquirir valores mobiliários seguindo o rito de uma oferta pública mesmo quando a operação não envolve, de início, um esforço de captação junto a um público indeterminado ou de menor sofisticação.

12. Os números trazidos pela área técnica para demonstrar que parte significativa das debêntures subscritas por instituições financeiras em Ofertas 476 permanece encarteirada indicam, de modo muito mais eloquente, que parcela preponderante das operações que, em um primeiro momento, ficam inteiramente com as instituições intermediárias participantes do consórcio de distribuição – ou com instituições financeiras ligadas à emissora ou aos participantes do consórcio – vão, em algum momento, para o mercado: 71% em 2016, 78% em 2017 e 70% em 2018, para usar os números indicados no relatório.

13. Do mesmo modo que há indícios de que, em certos episódios, instituições financeiras se valerem desse pedágio entre a subscrição/aquisição de valores mobiliários em uma oferta pública por elas intermediadas e a posterior colocação desses valores no mercado secundário para extrair uma remuneração adicional (para a qual talvez não tenha havido a devida transparência e que pode, a depender das características do caso, indicar uma atuação não inteiramente pautada pelos interesses do cliente, com eventuais consequências nos termos da regulamentação aplicável), sabe-se que, em muitos momentos, essas mesmas instituições realizaram operações com essas características para oferecer aos seus clientes uma liquidez que não existe no mercado<sup>8</sup>. No meu sentir, essa ambivalência demonstra que o encarteiramento de Ofertas 476 pelas instituições intermediárias ou por pessoas ligadas não é, por si só, benéfico ou prejudicial ao mercado.

14. Creio, também, que não existem elementos que autorizem concluir que as Ofertas 476 aumentam o custo de captação dos emissores, distorcem o processo de formação de preços ou

---

menos em um primeiro momento, realizar qualquer esforço público de distribuição, com o objetivo de terem prontamente à sua disposição as prerrogativas próprias desses regimes mais onerosos.

Pelos motivos acima expostos, penso que esse fato, se confirmado, não é indesejável sob a perspectiva regulatória.

<sup>8</sup> Em um reconhecimento de que as instituições financeiras em muitos momentos efetivamente atuam como verdadeiros *buffers* de liquidez, a CVM, no início da pandemia da Covid-19, temporariamente afastou a incidência de certas restrições da Instrução CVM nº 476/2009 com o objetivo de facilitar a concessão, pelas instituições financeiras, de crédito aos seus clientes (cf. Deliberações CVM nº 848/2020 e 849/2020). À medida que o mercado se ajustou ao novo cenário e o apetite para crédito privado ressurgiu, parte dos valores mobiliários emitidos no início da pandemia foi colocada junto ao mercado, inclusive abrindo espaço no balanço das instituições financeiras para novas operações.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil – Tel.: (21) 3554-8686

Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil – Tel.: (11) 2146-2000

SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

canibalizam operações que poderiam alcançar diretamente o mercado de capitais, tal como alegado pela SRE. Não nego que tais problemas possam ocorrer, mas não há qualquer indicação consistente de que se trata de uma deficiência estrutural que justifique uma guinada no modo como o regime aplicável às ofertas públicas se organiza ou no modo pelo qual o seu processo de revisão vem sendo encaminhado. Ao contrário, como já indiquei acima, penso que existem bons elementos a justificar que a CVM busque ampliar o cardápio de opções à disposição dos participantes do mercado, buscando o equilíbrio entre os requisitos regulatórios e a necessidade de regulação.

15. Abusos e desvios devem ser coibidos com vigor, mas as regras não podem ser elaboradas no pressuposto de que os participantes do mercado atuarão de má-fé: medidas dessa natureza invariavelmente oneram de modo desproporcional todos os agentes econômicos, tornando o mercado mais lento, caro e ineficiente, sem alcançar resultados reais na prevenção de práticas deletérias. Com efeito, aqueles que buscam lucrar com práticas ilícitas sempre se ajustam às restrições existentes, quando delas não se beneficiam. O ônus da regulação desmedida e pouco flexível recai, sempre, naqueles que verdadeiramente pautam a sua atuação nas regras existentes.

16. Gostaria, por fim, de tecer breves comentários a respeito das considerações trazidas pela área técnica a respeito da regulamentação do CMN e de regras de natureza tributária, muito embora tratem de matérias que fogem da competência da CVM.

17. Destaco, em primeiro lugar, que o tipo de operação mencionado pela área técnica – subscrição/aquisição, por instituição financeira ou por pessoa a ela vinculada, da totalidade dos valores mobiliários emitidos/alienados em uma Oferta 476 sem evidência de esforços de distribuição pública ou de posterior revenda no mercado secundário – é fato notório, amplamente noticiado e conhecido por todo o mercado e pela administração pública, como indicam, por exemplo, relatórios preparados pelo BCB e matérias veiculadas na mídia constantes dos autos<sup>9</sup>.

18. Com relação às normas do CMN, ressalto que a Resolução CMN nº 1.777/1990 determina que “as instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil somente poderão subscrever, adquirir ou intermediar debêntures destinadas a subscrição pública”. No sistema em vigor, cabe à CVM regulamentar e supervisionar as ofertas públicas e a Autarquia, no exercício dessa competência, tem consistentemente destacado que os participantes

---

<sup>9</sup> Por exemplo, Doc. SEI nº 0657821, nº 0710123 e nº 0710126.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil – Tel.: (21) 3554-8686

Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil – Tel.: (11) 2146-2000

SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

do mercado podem se valer dos regimes previstos para as ofertas públicas mesmo quando não pretendem realizar nenhum esforço efetivo de distribuição pública.

19. Penso que a expressão “destinadas a subscrição pública” constante do artigo 3º da Resolução CMN nº 1.777/1990 deve ser interpretada à luz do entendimento da CVM. Assim, qualquer oferta que se submeta a um dos regimes de oferta pública previstos na regulamentação deve ser considerada como destinada à subscrição pública, a despeito de haver ou não um efetivo esforço de venda.

20. Destaco, ainda, que bancos múltiplos com carteiras de investimento estão sujeitos, também, à Resolução CMN nº 2.624/1999. O artigo 1º, §2º, da referida resolução autoriza os bancos de investimento a “praticar operações de compra e venda, por conta própria ou de terceiros, de metais preciosos, no mercado físico, e de quaisquer títulos e valores mobiliários, nos mercados financeiros e de capitais” (inciso I) e “participar do processo de emissão, subscrição para revenda e distribuição de títulos e valores mobiliários” (inciso IV). Trata-se de regra especial e posterior ao artigo 3º da Resolução CMN nº 1.777/1990 que foi mencionado pela SRE em sua manifestação.

21. Com relação ao imposto sobre operações de crédito, câmbio e seguro, ou relativas a títulos e valores mobiliários (“IOF”), destaco que a previsão de alíquota zero a que a área técnica se referiu não guarda relação com o caráter público ou privado da oferta, mas sim com a natureza da operação, que, no caso, se materializa por meio da colocação de debêntures, ou seja, com valores mobiliários. Sem entrar na questão do tratamento tributário aplicável (que não compete à CVM), para os fins desta consulta, releva destacar que, como expressamente previsto na legislação, a alteração das alíquotas do IOF sobre operações de crédito ou relativas a títulos e valores mobiliários é faculdade do Poder Executivo federal, tendo em vista os objetivos das políticas monetária e fiscal<sup>10</sup>. Também vale assinalar que as regras em vigor reconhecem que há operações de crédito que se efetivam por meio de operações relativas a títulos e valores mobiliários, tanto assim que regulam as hipóteses de incidência de modo a não haver sobreposição<sup>11</sup>.

---

<sup>10</sup> É facultado ao Poder Executivo federal, atendidas as condições e os limites estabelecidos em lei, alterar as alíquotas do IOF (art. 153, V e § 1º, da Constituição Federal; art. 1º, §1º, da Lei nº 8.894, de 21.06.1994).

<sup>11</sup> V. art. 63, I e IV e parágrafo único, do Código Tributário Nacional (Lei nº 5.172/1966); e art. 2º, I e IV, e §1º do Regulamento do IOF (Decreto nº 6.306/2007).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil – Tel.: (21) 3554-8686

Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil – Tel.: (11) 2146-2000

SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

22. Esses breves comentários finais não têm, de modo algum, pretensão de esgotar a questão – até porque, como já disse, entendo que são matérias estranhas à competência da CVM. Com relação à proposta da área técnica de que se busque maior interação com outros órgãos para tratar dos dois temas acima analisados, creio, pessoalmente, não ser o caso, uma vez que, na perspectiva da regulação do mercado de capitais, não há indícios de um problema estrutural, e as informações públicas sugerem que BCB e RFB têm ciência e monitoram o assunto dentro de suas respectivas esferas de competência; isso sem prejuízo de que lhes seja dado conhecimento do resultado desta consulta, bem como da permanente interação que é feita pelas áreas técnicas, inclusive no âmbito dos convênios celebrados.

23. Em resumo:

- (i) a conclusão de que operações privadas estariam sendo indevidamente travestidas de ofertas públicas merece reparos por desconsiderar que o conceito legal de oferta pública tem caráter instrumental: sua função primordial é servir como critério para identificar operações que, por sua natureza, devam necessariamente estar sujeitas a um regime jurídico específico e à supervisão da CVM;
- (ii) a regulação deve prever mais de um regime de oferta, de modo que a intensidade das normas cogentes seja modulada conforme certos parâmetros pensados em função da necessidade de tutela estatal e não de uma distinção conceitual entre ofertas públicas e privadas;
- (iii) a positivação, nas normas da CVM, de hipóteses de *safe harbors* é medida positiva e desejável, mas não eliminará situações em que os ritos originalmente concebidos para ofertas públicas ou “semipúblicas” serão utilizados a despeito da ausência de qualquer esforço (ao menos imediato) de distribuição junto ao público;
- (iv) parte expressiva das Ofertas 476 que são, em um primeiro momento, encarteiradas pelas instituições intermediárias ou por pessoas ligadas acaba, posteriormente, indo para o mercado;
- (v) a possibilidade de revenda no mercado secundário é uma razão legítima para que as instituições financeiras optem por subscrever ou adquirir valores mobiliários seguindo o rito de uma oferta pública mesmo quando a operação não envolve, de início, um esforço de captação junto a um público indeterminado ou de menor sofisticação;



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil – Tel.: (21) 3554-8686

Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil – Tel.: (11) 2146-2000

SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

(vi) não há razão para que uma operação que não envolve um real esforço de captação junto a um público indeterminado ou que se destina, somente, a um público sofisticado e que, portanto, a princípio não se submete à intervenção estatal (ou é objeto de uma intervenção qualificada e menos intrusiva) não possa, voluntariamente, seguir um rito mais rígido, originalmente concebido para operações que, por suas características, são necessariamente sujeitas àquele regime mais protetivo.

24. São essas, em suma, as considerações que julgo relevante tecer em resposta à consulta que nos foi formulada.

É como voto.

São Paulo, 23 de fevereiro de 2021

*Assinado eletronicamente por*

**Gustavo Machado Gonzalez**

Diretor