



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 45/2019-CVM/SRE/GER-3

Rio de Janeiro, 23 de maio de 2019.

Ao SGE,

Assunto: **Consulta ao Colegiado – Ofertas privadas realizadas no âmbito da Instrução CVM nº 476/09 ("ICVM 476")**

Processos: **19957.007194/2017-50 e 19957.007197/2017-93**

INTRODUÇÃO – RAZÕES DA NOVA CONSULTA

1. Reportamo-nos à reunião do Colegiado ocorrida recentemente, em 30/10/2018, onde foi apreciada consulta apresentada pela SRE, no âmbito do Processo SEI 19957.003689/2017-18 sobre a correta interpretação da legislação aplicável à: (i) distribuição privada de cotas de fundos fechados de investimento; e (ii) realização de oferta privada de valores mobiliários sob a égide da regulamentação da CVM que trata das ofertas públicas de distribuição, a saber, Instruções CVM 400/03 e 476/09.
2. Com relação ao segundo ponto, o Colegiado decidiu “pelo encaminhamento do processo à SDM para que, no âmbito do projeto de reforma dos regimes de ofertas públicas, conduza estudos acerca da introdução, na regulamentação, de hipóteses em que se presumiria o caráter privado da distribuição de valores mobiliários”.
3. Contudo, após a elaboração da consulta acima e sua apreciação, foram identificadas situações específicas que mereceriam uma análise e debate mais aprofundados pela CVM, razão pela qual propomos o encaminhamento desta nova consulta ao Colegiado.
4. É importante salientar que o momento é oportuno para discutir questões relacionadas a ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, uma vez que se encontram em condução na CVM estudos para uma revisão geral do regime dessas ofertas (incluindo a discussão de um *safe harbor* para ofertas privadas, iniciativa resultante da decisão da consulta acima) [comentário 1]. Entendemos que o tipo de situação apresentada na presente consulta deve ser incluído nas reflexões mais amplas sobre o tema de ofertas públicas.

OFERTAS NA ICVM 476 SUBSCRITAS INTEGRALMENTE PELOS INTERMEDIÁRIOS OU PESSOAS LIGADAS

5. Em levantamento realizado pela SDM e apresentado ao Colegiado em dezembro de 2018, em função dos estudos realizados no processo de revisão das normas gerais de ofertas públicas, foram apresentadas as seguintes estatísticas:
 - a) de um total de 5.456 ofertas (encerradas) distribuídas com esforços restritos, desde a edição da ICVM 476 até outubro de 2018, **49%** (2.651 ofertas) foram adquiridas por um único investidor; e
 - b) dessas 2.651 ofertas com apenas 1 investidor, em cerca de **60%** dos casos o investidor era vinculado às instituições intermediárias participantes do consórcio de distribuição ou à instituições financeiras ligadas à emissora ou aos participantes do consórcio.
6. Adicionalmente, em recente levantamento efetuado pela B3, verificou-se que das 167 debêntures simples distribuídas com esforços restritos em 2016, **48% (29%)** não apenas foram integralmente subscritas pelo intermediário líder ou participantes do consórcio, como também não foram posteriormente revendidas para terceiros no mercado secundário. Essa dinâmica repetiu-se em 2017 e 2018, quando foram distribuídas 279 e 390 debêntures simples, das quais 62 e 116 (**22% e 30%**) foram subscritas por este grupo e não foram negociadas posteriormente no mercado secundário.
7. Dos dados acima, verifica-se que, em um número significativo de ofertas conduzidas supostamente sob o rito da ICVM 476, podem não terem sido realizados esforços de vendas, o que as caracterizaria como operações privadas realizadas entre instituições financeiras e empresas. O fato de que também não se verificou posteriormente negociações em mercado secundário dos valores mobiliários emitidos em diversas dessas operações reforça essa percepção. Assim, operações de crédito entre instituições financeiras e empresas podem estar sendo feitas no âmbito da ICVM 476.
8. Em matéria divulgada recentemente (22/10/2018) no jornal Valor Econômico (0710123), inferem-se potenciais razões que podem levar a esse fenômeno, bem como alguns de seus impactos no mercado, como nos trechos destacados a seguir:

“Com liquidez e disposição para dar crédito e a melhora do perfil de risco das empresas, os bancos aumentaram a parcela mantida em carteira das ofertas de títulos de renda fixa que eles coordenam. Do total de R\$ 121,1 bilhões captados com essas emissões neste ano, até agosto, apenas 54% foram de fato distribuídos a investidores, segundo dados da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima). No ano passado, a fatia vendida a mercado chegou a 80,4% das ofertas de renda fixa.

(...)

Sempre que possível, os bancos preferem conceder empréstimos corporativos via emissão de debêntures, por conta, entre outros fatores, da vantagem fiscal. Diferentemente de uma linha tradicional de crédito, essas operações são isentas da cobrança do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF). Além disso, as instituições podem carregar esses papéis na carteira por um tempo para depois revendê-los no mercado secundário por uma taxa menor, embolsando a diferença.

(...)

Para os emissores, a vantagem de se fazer uma oferta de debêntures com garantia firme dos bancos, em que as instituições coordenadoras se comprometem a subscrever os papéis que não forem colocados no mercado, é a segurança de que a operação será realizada, principalmente em momentos de maior volatilidade nos

mercados, como o de agora, em meio à incerteza eleitoral. Contudo, segundo uma empresa emissora, o custo da captação de recursos com os bancos é, normalmente, mais caro do que acessar diretamente o mercado de capitais”.

9. Em razão de sua relevância em termos quantitativos e das implicações que esse tipo de operação pode ter no mercado de capitais, mostra-se importante discutir qual o tratamento a ser dado pela CVM à questão.

CASOS CONCRETOS – FISCALIZAÇÕES EFETUADAS SOBRE O TEMA

10. Para analisar o tema aqui descrito, foi efetuada uma ação temática no âmbito do Plano de Supervisão Baseada em Risco (Biênio 2017-2018), através de inspeções ocorridas em três intermediários líderes de ofertas públicas com esforços restritos: Banco Itaú BBA S.A. (“Itaú BBA” – Processo SEI 19957.007194/2017-50), BB BANCO DE INVESTIMENTOS S.A. (“BB INVESTIMENTOS” – Processo SEI 19957.007197/2017-93) e Banco Santander (Brasil) S.A. (“Santander” – Processo SEI 19957.011472/2017-73).

11. No período de 15/08/2017 a 08/05/2018, a Superintendência de Fiscalização Externa (“SFI”) da CVM conduziu inspeção junto ao Itaú BBA, BB INVESTIMENTOS e Santander, no que se refere a determinadas ofertas públicas de distribuição com esforços restritos, realizadas supostamente nos termos da Instrução CVM nº 476/09.

12. Em relação às ofertas mencionadas a seguir dos 2 primeiros intermediários, não foi verificada a realização de esforços efetivos de distribuição, o que caracteriza sua natureza como de operações privadas (o mesmo não aconteceu com o Santander):

12.1. Intermediário Líder - Itaú BBA:

(i) Emissor: Hélio Borenstein S.A. - Administração, Participações e Comércio (CNPJ: 52.541.307/0001-01), debêntures simples, início da oferta em 05/10/2016;

(ii) Emissor: JFL V House Investimentos Imobiliários S.A. (CNPJ: 28.131.713/0001-03), debêntures simples, início da oferta em 22/09/2017; e

(iii) Emissor: Guarupart Participações LTDA (CNPJ: 07.709.106/0001-08), nota promissória, início da oferta em 19/06/2017.

12.2. Intermediário Líder - BB INVESTIMENTOS:

(i) Emissor: Santista Work Solution S.A. (CNPJ: 61.520.607/0001-97), debênture simples, início da oferta em 27/12/2016; e

(ii) Emissor: JSL S.A. (CNPJ: 52.548.435/0001-79), debêntures simples, início da oferta em 20/03/2017.

13. Com o objetivo de avaliar os esforços de venda dos intermediários para as ofertas supra, a Fiscalização solicitou ao Itaú BBA e BB INVESTIMENTOS, por meio do Ofício nº 202/2017/CVM/SFI/GFE-2 (0407508) e Ofício nº 190/2017/CVM/SFI/GFE-2 (0363873), que apresentassem tempestivamente: (i) cópia do material utilizado na divulgação das ofertas junto aos investidores para auxiliar em sua decisão de investimento, sejam esses folhetos, prospectos, anúncios ou outros; (ii) relação de potenciais investidores que foram procurados por todos os distribuidores ao longo da oferta.

14. As respostas do Itaú BBA e BB INVESTIMENTOS aos questionamentos da Fiscalização demonstraram que, durante a distribuição das cinco ofertas relacionadas acima, não foram utilizadas listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios destinados ao público, tampouco procurados subscritores ou adquirentes para os títulos por meio de empregados, agentes ou corretores.

15. Em razão do resultado da fiscalização realizada pela Superintendência de Fiscalização Externa (“SFI”), somado a falta de esclarecimentos do Itaú BBA e BB INVESTIMENTOS, a SRE solicitou à GER-3 que investigasse os casos supracitados (0538023).

ANÁLISE DOS CASOS CONCRETOS

Parte 1 - Ofertas ICVM 476 intermediadas pelo Itaú BBA (coordenador líder) e subscrita por diversos investidores:

16. Nesta primeira parte são apresentadas as ofertas do Itaú BBA fiscalizadas e que foram claramente **destinadas à subscrição pública**. No Registro de Atividade de Fiscalização Externa (0433425) foram inspecionadas as ofertas de debêntures emitidas pela **Rio Grande Energia S.A.** (“Rio Grande”) e **Itarema Geração de Energia S.A.** (“Itarema”) sendo importante destacar os seguintes trechos apontados pelos inspetores que ilustram os procedimentos adotados pelo intermediário Itaú BBA quando é realizada uma oferta pública com esforços restritos (ICVM 476).

I - Material utilizado na divulgação da oferta junto aos investidores para auxiliar em sua decisão de investimento.

17. “Em atendimento ao item “b” do Ofício nº 189/2017/CVM/SFI/GFE-2 (0373633, 0374039 e 0374403), o inspecionado encaminhou os documentos mencionados a seguir, detalhando na resposta ao referido item as fontes utilizadas para cada uma das informações constantes do material de divulgação:

a) **Rio Grande Energia:** Term Sheet com o resumo dos principais termos e condições da oferta restrita e Material de suporte, conforme arquivos disponibilizados no Anexo III à carta-resposta supracitada, disponíveis na Árvore de Trabalho;

b) **Itarema:** Term Sheet com o resumo dos principais termos e condições da oferta restrita, material de suporte, bem como os documentos utilizados como fonte para as informações contidas nestes dois documentos, conforme Anexos VII a IX à carta-resposta supracitada, disponíveis na Árvore de Trabalho”.

II - Relação de potenciais investidores que foram procurados.

18. “Em atendimento ao item “a” do Ofício nº 202/2017/CVM/SFI/GFE-2, o Itaú BBA encaminhou as relações de potenciais investidores que foram procurados por todos os distribuidores ao longo das ofertas, que se encontram disponíveis na Árvore de Trabalho .

19. Adicionalmente, para uma amostra selecionada por esta Fiscalização, o inspecionado encaminhou em atendimento ao item “f” do Ofício nº 202/2017/CVM/SFI/GFE-2 as evidências de contato realizado (por e-mail, chat, ligação telefônica ou outros) com investidores procurados ao longo das ofertas, conforme consolidado na planilha “Evidências de contato com os investidores.xlsx”. A planilha e as evidências do contato realizado se encontram disponíveis na Árvore de Trabalho”.

III - Procedimento de *bookbuilding* adotado nas ofertas.

20. **Rio Grande**

20.1. a) procedimento de *bookbuilding*: coleta de intenções de investimento dos potenciais investidores nas debêntures, sem recebimento de reservas, sem lotes mínimos ou máximos.

- 20.2. A apuração do bookbuilding para definição da remuneração das Debêntures foi realizada sob o conceito de leilão holandês. Neste modelo, os respectivos emissor e coordenadores definem uma taxa máxima anteriormente ao bookbuilding, conforme consta expressamente da respectiva escritura de emissão. Na data de recebimento das coletas de intenção, os investidores enviam ordens com suas condições de taxa e quantidade para participação da oferta. As ordens são preenchidas até o limite da emissão, sempre da menor para a maior taxa. A taxa da última ordem atendida será a taxa de todos os investidores que entrarão na oferta ("Taxa de Corte"). O investidor sofrerá rateio se a demanda for maior que a oferta na Taxa de Corte.
- 20.3. Para a coleta de intenções de investimento o Itaú BBA envia uma carta-proposta aos investidores, cujo preenchimento representa uma oferta firme de compra das debêntures. Em tal carta, os investidores são orientados a encaminhar suas propostas ao coordenador líder por meio do e-mail bookbuilding@itaubba.com, entre 16:00h e 17:00h de 22.02.2017. As cartas-propostas referentes às intenções de aquisição dos investidores acessados na presente oferta encontram-se disponíveis na Árvore de Trabalho.
- 20.4. Durante os trabalhos de campo, o inspecionado esclareceu que o recebimento das intenções de investimento é realizado em uma sala com acesso controlado, com a presença dos coordenadores e de representantes da companhia. Os investidores não possuem acesso às informações de intenções de investimento dos demais investidores. Além das cartas disponibilizadas em resposta ao Ofício mencionado, esta Fiscalização verificou, durante a visita: (i) a caixa de entrada por meio da qual os e-mails de intenções de investimento são recebidos; e (ii) a planilha consolidada de intenções de investimento.
- 20.5. b) quantidade de investidores institucionais que participaram: vinte e nove investidores participaram do processo de bookbuilding, conforme verificado na relação de investidores acessados, que se encontra disponível na Árvore de Trabalho. O inspecionado destacou que não houve discriminação de quantidades por intermediário, ou seja, os investidores foram igualmente acessados por todos os coordenadores.
- 20.6. c) datas de início e término do procedimento de bookbuilding e data em que os coordenadores efetivamente receberam intenções de investimento: início, término e recebimento das intenções de investimento em 22.02.2017.
- 20.7. d) tabela das intenções de cada investidor e tabela da consolidação de todas as intenções de investimento: o inspecionado encaminhou (i) a tabela de consolidação das intenções de investimento; e (ii) as cartas de intenções apresentadas pelos investidores, nas quais está previsto que a intenção de compra do investidor representa uma proposta firme de aquisição da debênture. Os arquivos encaminhados pelo inspecionado se encontram disponíveis na Árvore de Trabalho.
- 20.8. e) responsável por consolidar as intenções de investimento e periodicidade de atualização da tabela consolidada de intenções de investimento: o inspecionado informou que (i) a responsabilidade pela consolidação das intenções de investimento no âmbito do procedimento de bookbuilding coube ao coordenador líder; e (ii) a tabela de intenções de investimento foi finalizada após o encerramento do procedimento de bookbuilding, ou seja, na mesma data, de forma que não houve uma atualização periódica da referida tabela.
- 20.9. f), g) e h) controle de acesso aos dados da tabela consolidada: o Itaú BBA informou em resposta ao Ofício nº 193/2017/CVM/GFE-2 (0385871) que "apenas os coordenadores tiveram acesso à tabela consolidada de intenções de investimento".
- 20.10. No entanto, durante os trabalhos de campo, o inspecionado esclareceu que o emissor também possui acesso à tabela de intenções de investimento e apresentou, em resposta ao item "e" do Ofício nº 202/2017/CVM/GFE-2 (0413052), a lista de profissionais com acesso aos dados dessa tabela [...]
- 20.11. i) informar se antes mesmo do término do procedimento de bookbuilding já seria possível para os coordenadores da oferta, ou ao menos para o coordenador líder, determinar o preço da oferta e a demanda a esse preço: este item não se aplica, tendo em vista que houve somente 1 (um) dia de coleta de intenções de investimento.
- 20.12. j) evolução da demanda em cada dia de coleta de intenções de investimento: este item não se aplica, tendo em vista que houve somente 1 (um) dia de coleta de intenções de investimento.
- 20.13. k) critérios para determinar o preço final da oferta e a quantidade ofertada: conforme informado no item "a" acima, o processo de bookbuilding foi realizado sob o conceito de leilão holandês;
21. **Itarema**
- 21.1. a) procedimento de bookbuilding: o procedimento de bookbuilding é similar ao procedimento adotado para a oferta de emissão da Rio Grande.
- 21.2. Para a coleta de intenções de investimento o Itaú BBA envia uma carta-proposta aos investidores, cujo preenchimento representa uma oferta firme de compra das debêntures. Em tal carta, os investidores são orientados a encaminhar suas propostas ao coordenador líder por meio do e-mail bookbuilding@itaubba.com, entre 10:00h e 11:00h de 02.06.2017. As cartas-propostas referentes às intenções de aquisição dos investidores acessados na presente oferta encontram-se disponíveis na Árvore de Trabalho.
- 21.3. Durante os trabalhos de campo, o inspecionado esclareceu que o recebimento das intenções de investimento é realizado em uma sala com acesso controlado, com a presença dos coordenadores e de representantes da companhia. Os investidores não possuem acesso às informações de intenções de investimento dos demais investidores. Além das cartas disponibilizadas em resposta ao Ofício mencionado, esta Fiscalização verificou, durante a visita, a planilha consolidada de intenções de investimento.
- 21.4. b) quantidade de investidores institucionais que participaram: quarenta e oito investidores participaram do processo de bookbuilding, conforme verificado na relação de investidores acessados, que se encontra disponível na Árvore de Trabalho. O inspecionado destacou que não houve discriminação de quantidades por intermediário, ou seja, os investidores foram igualmente acessados por todos os coordenadores.
- 21.5. c) datas de início e término do procedimento de bookbuilding e data em que os coordenadores efetivamente receberam intenções de investimento: início, término e recebimento das intenções de investimento em 02.06.2017.
- 21.6. d) tabela das intenções de cada investidor e tabela da consolidação de todas as intenções de investimento: o inspecionado encaminhou (i) as cartas de intenções de cada investidor; e (ii) a tabela de consolidação das intenções de investimento, que se encontram disponíveis na Árvore de Trabalho. Nas cartas-propostas apresentadas pelos investidores está previsto que a intenção de compra do investidor representa uma proposta firme de aquisição da debênture.
- 21.7. e) responsável por consolidar as intenções de investimento e periodicidade de atualização da tabela consolidada de intenções de investimento: o inspecionado informou que (i) a responsabilidade pela consolidação das intenções de investimento no âmbito do procedimento de bookbuilding coube ao coordenador líder; e (ii) a tabela de intenções de investimento foi finalizada após o encerramento do procedimento de bookbuilding, ou seja, na mesma data, de forma que não houve uma atualização periódica da referida tabela.
- 21.8. f), g) e h) controle de acesso aos dados da tabela consolidada: o inspecionado informou em resposta ao Ofício nº 193/2017/CVM/GFE-2 (0385884) que "tiveram acesso à tabela consolidada de intenções de investimento dos investidores institucionais os Coordenadores e a Emissora".
- 21.9. Durante os trabalhos de campo, o inspecionado apresentou, em resposta ao item "e" do Ofício nº 202/2017/CVM/GFE-2 (0412944), a lista de profissionais com acesso aos dados da referida tabela [...]
- 21.10. i) informar se antes mesmo do término do procedimento de bookbuilding já seria possível para os coordenadores da oferta, ou ao menos para o coordenador líder, determinar o preço da oferta e a demanda a esse preço: este item não se aplica, tendo em vista que houve somente 1 (um) dia de coleta de intenções de investimento.
- 21.11. j) evolução da demanda em cada dia de coleta de intenções de investimento: este item não se aplica, tendo em vista que houve somente 1 (um) dia de coleta de intenções de investimento.
- 21.12. k) critérios para determinar o preço final da oferta e a quantidade ofertada: conforme informado no item "a" acima, o processo de bookbuilding foi realizado sob o conceito de leilão holandês."

21.13. A partir das informações apresentadas, é possível auferir que as evidências apresentadas demonstram que essas debêntures foram efetivamente destinadas à subscrição pública.

Parte 2 - Ofertas ICVM 476 intermediadas pelo Itaú BBA (coordenador líder) e subscritas pelo próprio intermediário ou instituições financeiras ligadas:

22. Dentro da mesma fiscalização, Registro de Atividade de Fiscalização Externa (0433425), os mesmos questionamentos feitos para as ofertas da Rio Grande e Itarema foram repetidos ao Itaú BBA para as ofertas de debêntures emitidas pela **Hélio Borenstein S.A.** ("Hélio Borenstein"); **JFL V House Investimentos Imobiliários S.A.** ("JFL"); e das notas promissórias emitidas pela **Guarupart Participações LTDA** ("Guarupart"), no entanto nestes casos o cenário encontrado foi diferente.

I - Material utilizado na divulgação da oferta junto aos investidores para auxiliar em sua decisão de investimento.

23. "Em resposta ao item "g" do Ofício nº 202/2017/CVM/SFI/GFE-2 (0412944), o Itaú BBA informou que não foi utilizado material de divulgação para as ofertas da presente questão de fiscalização devido à baixa possibilidade de demanda nas condições e no cronograma pretendidos pelos emissores. Acrescentou ainda que:

24. [...] o intermediário exerceu integralmente a garantia firme estipulada na documentação da emissão. Tais papéis seguiram as regras previstas na Instrução CVM 476 e, observada a regulamentação aplicável, poderão ser negociados normalmente no mercado secundário."

II - Relação de potenciais investidores que foram procurados.

25. "Em atendimento ao item "h" do Ofício nº 202/2017/CVM/SFI/GFE-2 (0412944), o Itaú BBA apresentou a mesma resposta consignada no item "a" da presente questão de fiscalização.

26. [...] o intermediário exerceu integralmente a garantia firme estipulada na documentação da emissão. Tais papéis seguiram as regras previstas na Instrução CVM 476 e, observada a regulamentação aplicável, poderão ser negociados normalmente no mercado secundário."

III - Procedimento de bookbuilding adotado nas ofertas.

27. Em atendimento [...] Ofício nº 202/2017/CVM/SFI/GFE-2 (0412944), o Itaú BBA informou o que segue:

Não aplicável, considerando a baixa possibilidade de demanda nas condições e no cronograma pretendidos pelo emissor. Neste sentido, o intermediário exerceu integralmente a garantia firme estipulada na documentação da emissão.

28. Conclui-se assim que o Itaú BBA, para as ofertas dos emissores **Hélio Borenstein, JFL e Guarupart**, (i) não utilizou material de divulgação da oferta junto aos investidores para auxiliar em sua decisão de investimento, (ii) não procurou investidores ao longo da oferta, e (iii) não realizou procedimentos de bookbuilding, não existindo a finalidade de destinação pública destas emissões.

29. Em resposta aos questionamentos, o Itaú BBA apenas alegou que não realizou as ofertas devido à baixa possibilidade de demanda nas condições e no cronograma pretendidos pelo emissor e que exerceu integralmente a garantia firme estipulada na documentação da emissão, de acordo com as regras previstas na ICVM 476.

30. Entretanto, verifica-se que no mesmo período o Itaú BBA **ofertou ao mercado outras diversas debêntures**, como por exemplo as ofertas da Rio Grande e da Itarema.

31. Para as ofertas dos emissores Hélio Borenstein, JFL e Guarupart, segundo trecho do Registro de Atividade de Fiscalização Externa (0433425), "Adicionalmente, durante os trabalhos de campo, o Sr. R.M.C, representante da área de vendas de renda fixa informou que desconhecia as ofertas objeto da presente questão de fiscalização". Diferentemente das ofertas Rio Grande e Itarema, quando o Sr. R.M.C. explicou como foi a procura de investidores e recebimento de pedidos durante a oferta.

32. Em 22/11/2018, após mais de um ano da ocorrência das ofertas, foi averiguado pela SFI junto à autorregulação da B3 S.A. (BSM) que o Itaú BBA, ou instituições ligadas ao mesmo, continuava detentor tanto das debêntures da Hélio Borenstein e JFL, quanto das notas promissórias da Guarupart. No caso das debêntures da Hélio Borenstein, ocorreram operações no mercado secundário, entretanto o Itaú as **vendia e as recomprava em seguida** com um pequeno ágio, mantendo as debêntures em sua carteira, o que parece tratar-se de uma operação compromissada. Estas operações de venda e recompra dos papéis corroboram para o fato de que tais debêntures não tinham como destinação a subscrição pública.

33. Por último, para reforçar a ausência de destinação pública destas emissões, utilizando-se dos ensinamentos de Nelson Eizirik, ao publicar a ICVM 476, esta autarquia passou a entender que quando a oferta fosse destinada a um público indeterminado, mesmo que em um universo limitado de investidores, esta seria classificada com uma oferta pública restrita e que somente seria classificada como oferta privada quando esta tivesse como alvo um público determinado.

"(...) a diferença entre uma oferta privada de valores mobiliários e uma oferta pública restrita residiria, basicamente, no fato de que a **primeira** dirigir-se a um universo **previamente determinado de ofertados**, ao passo que, **na segunda investidores qualificados indeterminados** é que poderiam ser contatado pela ofertante, ainda que em um número limitado, utilizando-se, para tanto, de esforços restritos de colocação" (Nelson Eizirik et alli, Mercado de Capitais – Regime Jurídico, Rio de Janeiro: Renovar, 2011, pp. 160)

Parte 3 - Ofertas ICVM 476 intermediadas pelo BB INVESTIMENTOS (coordenador líder) e subscritas pelo próprio intermediário ou instituições financeiras ligadas

34. Na fiscalização feita no BB INVESTIMENTOS, Registro de Atividade de Fiscalização Externa (0506494), os mesmos questionamentos feitos para ofertas do Itaú BBA foram repetidos ao BB INVESTIMENTOS para as ofertas de debêntures emitidas pela Santista Work Solution S.A. ("Santista") e JSL S.A. ("JSL").

I - Material utilizado na divulgação da oferta junto aos investidores para auxiliar em sua decisão de investimento.

35. "Em atendimento ao item "b" do Ofício nº 190/2017/CVM/SFI/GFE-2 (0373144), o inspecionado informou que foram produzidos nas ofertas somente os instrumentos exigidos pelas normas aplicáveis e por conseguinte, não foi confeccionado material com a finalidade específica de divulgação junto aos investidores".

II - Relação de potenciais investidores que foram procurados.

36. "Em atendimento ao item "a" do Ofício nº 72/2018/CVM/SFI/GFE-2 (0447683), o BB INVESTIMENTOS a encaminhou as relações de potenciais investidores que foram procurados por todos os distribuidores ao longo das ofertas, que se encontram disponíveis na Árvore de Trabalho (0464682) (0464683). Ocorre

que ao nos depararmos com a listagem, constatamos que o único investidor procurado foi o Banco do Brasil S.A. ("Banco do Brasil"), instituição financeira ligada ao BB INVESTIMENTOS".

III - Procedimento de *bookbuilding* adotado nas ofertas.

37. O BB INVESTIMENTOS, em resposta ao Ofício nº 195/2017/CVM/SFI/GFE-2 (0380937), informou que não foi realizado o procedimento de *bookbuilding*, sob a alegação de que tendo a oferta sido realizada com esforços restritos de distribuição, na forma da ICVM 476, a adoção de procedimento de "coleta de intenções de investimento" (*bookbuilding*) não é obrigatória.

38. Conclui-se assim que o BB INVESTIMENTOS, para as ofertas dos emissores **Santista** e **JSL**, (i) não utilizou material de divulgação da oferta junto aos investidores para auxiliar em sua decisão de investimento; (ii) não procurou investidores ao longo da oferta, que não o Banco do Brasil, e (iii) não realizou procedimentos de *bookbuilding*, **não existindo a finalidade de destinação pública** destas emissões.

39. Em resposta aos questionamentos, o BB INVESTIMENTOS apenas alegou que o Banco do Brasil, primeiro investidor institucional procurado ao longo das ofertas, demonstrou interesse em adquirir a totalidade das debêntures ofertadas, o que tornou desnecessária a busca por mais investidores.

40. Entretanto, verifica-se que:

a) No mesmo período o BB INVESTIMENTOS **ofertou ao mercado outras diversas debêntures** subscritas por diversos investidores, o que permite melhores oportunidades para o emissor, assim como o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários e estímulo do mercado secundário de títulos de dívida;

b) O BB INVESTIMENTOS não apresentou evidências do contato realizado, acrescentando que *"o compromisso de subscrição das respectivas debêntures foi convencionado por meio de ligação telefônica, não gravada, considerando a relação de confiança existente"*.

41. Em 22/11/2018, após mais de um ano da ocorrência das ofertas, foi averiguado pela SFI junto à autorregulação da B3 S.A. (BSM) que o Banco do Brasil, continuava detentor tanto das debêntures da Santistas quanto da JSL. No caso das debêntures desta última, ocorreram operações no mercado secundário, entretanto o Banco do Brasil as **vendia e as recomprava em seguida** com um pequeno ágio, mantendo as debêntures em sua carteira, o que parece tratar-se de uma operação compromissada. Estas operações de venda e recompra dos papéis corroboram para o fato de que tais debêntures não tinham como destinação a subscrição pública.

Parte 4 - Ofertas ICVM 476 intermediadas pelo Santander (coordenador líder) e subscritas pelo próprio intermediário ou instituições financeiras ligadas

42. Conforme INFORMAÇÃO FISCAL 3/2018/CVM/SFI/GFE-2 (0512023), os inspetores também visitaram as dependências do Santander e investigaram as ofertas públicas de debêntures da Tivit Terceirização de Processos, Serviços e Tecnologia S/A e da Via Paulista S.A, todas totalmente integralizadas pelo próprio Santander.

43. No entanto, diferentemente do Itaú BBA e do BB INVESTIMENTOS, o Santander apresentou evidências de que a emissão foi efetivamente destinada à subscrição pública: *"... o Banco Santander disponibilizou o material de divulgação utilizado junto aos investidores para auxiliar em sua decisão de investimento (Documentos SEI 0510296, 0510297, 0510304, 0510308 e 0511953), conforme mencionado no Capítulo I. Ademais, em resposta ao Ofício nº 204/2017/CVM/SFI/GFE-2 (Documento SEI 0407976), foram encaminhadas: (i) as relações de investidores procurados por todos os coordenadores durante o processo de distribuição (Documentos SEI 0511295, 0511301 e 0511304); e (ii) evidências dos contatos realizados com os investidores (Documentos SEI 0511318, 0511354 e 0511355). Portanto, no entendimento desta Fiscalização, as evidências apresentadas comprovam que foi realizado esforço público de venda no âmbito das três ofertas citadas"*.

TEMAS PARA DISCUSSÃO

Do Entendimento da CVM quanto à realização de ofertas privadas de valores mobiliários na forma de oferta pública

44. Por meio da decisão proferida em 2006, na qual o Presidente Marcelo Trindade foi acompanhado pelos diretores presentes no **Processo Administrativo CVM nº RJ 2006/8566** (0612440), o entendimento que vem prevalecendo nesta autarquia é de que **"desde que haja uma razão lícita**, os participantes de mercado podem seguir o regime das ofertas públicas de valores mobiliários, sujeitando-se a todos os ônus daí decorrentes, **ainda que não venham a realizar nenhum esforço efetivo de distribuição pública"** (grifos nossos).

45. Tal entendimento foi novamente reafirmado em 30/10/2018 por decisão unânime proferida pelo Colegiado da CVM, no já citado **Processo Administrativo CVM nº 19957.003689/2017-18** (0630814).

46. No referido processo, o Diretor Relator, Pablo Renteria, acompanhado pelo restante do Colegiado, manifestou em seu voto que (grifos nossos):

"36. Nesse tocante, concordo com o entendimento manifestado pelo Colegiado na decisão de 2006, que vem prevalecendo até hoje nesta autarquia. Isto é: desde que seja por uma razão lícita, os participantes de mercado podem seguir o regime das ofertas públicas de valores mobiliários, sujeitando-se a todos os ônus daí decorrentes, ainda que não venham a realizar nenhum esforço efetivo de distribuição pública.

(...)

38. A meu ver, a realização de uma oferta privada como se pública fosse só se torna reprovável quando orientada ao alcance de finalidades ilegais. Nesses casos, cabe à CVM comunicar às autoridades competentes para que adotem as providências em suas respectivas esferas de atuação. Além disso, entendo que esta autarquia deveria, ela própria, adotar medidas a fim de evitar que o regime das ofertas públicas seja desvirtuado para a perseguição de fins ilegítimos, com vistas a preservar a integridade e a credibilidade do mercado de valores mobiliários. Assim, ao meu ver, seria acertada a decisão da CVM de denegar registro a determinada oferta caso restasse comprovado que a forma pública foi adotada apenas como meio para fraudar norma de ordem pública".

47. Cabe analisar as situações descritas no presente Memorando à luz do entendimento manifestado nos precedentes citados.

48. Em uma primeira análise das ofertas objeto de fiscalização, sob a ótica do entendimento desta autarquia, poder-se-ia argumentar que o Itaú BBA e o BB INVESTIMENTOS não estariam desrespeitando a ICVM 476, uma vez que, de acordo com os precedentes, o fato isolado de não ter sido realizado nenhum esforço efetivo de distribuição pública não seria suficiente para caracterizar uma infração às normas que regem o mercado de capitais. Entretanto, há de se atentar para trecho do voto **"desde que haja uma razão lícita"**.

49. Como visto, a nosso ver, não foi possível identificar nenhuma razão legítima para a utilização das regras de ofertas públicas, ainda que com esforços restritos, nas ofertas privadas dos emissores Hélio Borenstein, JFL e Guarupart, intermediados pelo Itaú BBA, ou dos emissores Santistas e JSL, intermediados pelo BB INVESTIMENTOS.

50. Pelo contrário, ao que parece, buscou-se caracterizar uma operação de crédito como uma oferta pública de distribuição, o que poderia gerar consequências tanto no mercado de capitais, âmbito de supervisão da CVM, como na esfera de outros órgãos, notadamente do Banco Central do Brasil ("Bacen") e da Secretaria da Receita Federal do Brasil ("Receita").

IMPACTOS NO MERCADO DE CAPITAIS

51. Operações como as descritas anteriormente podem ter implicações no desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Sem sermos exaustivos, podemos levantar várias questões a serem aprofundadas:

- a) a existência de operações privadas realizadas sob o regime da ICVM 476 pode macular as estatísticas dessa via de captação pública, prejudicando o diagnóstico sobre o tamanho e a evolução do mercado de capitais brasileiro;
- b) potencial “canibalização” de operações passíveis de alcançarem o mercado de capitais por operações privadas na ICVM 476;
- c) impacto no custo de captação dos emissores, na comparação entre operações privadas com instituições financeiras vs. ofertas públicas efetivas;
- d) processo de formação de preços, comparando as duas modalidades de operações;
- e) transparência nas taxas praticadas e exposição dos emissores (ofertas privadas na ICVM 476 teriam maior transparência e trariam maior exposição dos emissores do que operações de crédito, devido ao registro na B3);
- f) potenciais conflitos de interesses entre as áreas de tesouraria e de underwriting das instituições financeiras que subscrevem/distribuem as ofertas privadas na ICVM 476;
- g) impactos no desenvolvimento do mercado secundário de dívida brasileiro;
- h) desvio de recursos escassos da CVM para supervisionar ofertas privadas, que não seriam originalmente de sua competência.

IMPACTOS EM OUTRAS ESFERAS

52. As operações privadas conduzidas sob o rito da ICVM 476, conforme caracterizadas ao longo do presente Memorando, também apresentam potenciais impactos na esfera de atuação de outros órgãos.

53. Como explicitado no já examinado voto do Diretor Pablo Renteria, prolatado no **Processo Administrativo CVM nº 19957.003689/2017-18, caberia à CVM comunicar às autoridades competentes quando estiver diante de operações privadas orientadas “ao alcance de finalidades ilegais”.** Assim, **cumpra definir se as operações aqui descritas podem assim ser caracterizadas.**

54. Discussão sobre a Resolução CMN nº 1.777/90

55. O Conselho Monetário Nacional (“CMN”), no art. 3º da **Resolução CMN nº 1.777/90 (que dispõe sobre a emissão de debêntures e respectiva subscrição por parte de instituições financeiras)**, decidiu por limitar que as instituições financeiras **somente poderiam subscrever, adquirir ou intermediar debêntures** se estas fossem **destinadas a subscrição pública**.

"Art. 3º. 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".

56. Cabe ressaltar que, de acordo com os **arts. 4º e 5º da Resolução CMN nº 1.777/90**, compete ao Bacen e à CVM fiscalizar a observância do disposto na referida Resolução, bem como adotar as medidas julgadas necessárias à execução da mesma.

57. Desta maneira, 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 art. 3º da Resolução CMN nº 1.777/90.

58. Entretanto, tendo em vista que, desde a edição da Resolução CMN nº 1.777/90 (há quase 30 anos), a realidade mudou e as regras de ofertas públicas evoluíram consideravelmente (por exemplo, não existiam ofertas públicas com esforços restritos, que não passam pelo escrutínio prévio da CVM, bem como não era possível a distribuição pública de debêntures por companhias fechadas, o que hoje pode ocorrer no âmbito da ICVM 476), consultamos o Colegiado sobre a pertinência de revisitar tal Resolução, em interlocução com o Bacen.

Interlocução com outros órgãos

59. Além da questão atinente à Resolução CMN nº 1.777/90, poderia haver outras regras do Bacen (por exemplo, referentes à contabilidade de instituições financeiras ou alavancagem) que eventualmente seriam impactadas distintamente em função de realização de uma operação de crédito vs. uma subscrição de valores mobiliários em oferta pública.

60. Por outro lado, a razão da estrutura adotada nessas operações poderia ter finalidades tributárias, derivada das diferenças de tributação entre uma forma e outra de atuar (vide a matéria descrita no parágrafo 08 retro), área de competência da Receita.

61. Por tais motivos, entendemos necessária a realização de interlocuções com Bacen e Receita sobre esse tema, mencionando, inclusive, os casos concretos já identificados e narrados no presente Memorando [comentário2].

CONCLUSÃO

62. Ante todo o exposto, propomos o encaminhamento desta consulta ao Colegiado, com sorteio de relator, para que, diante da situação apresentada referente a esse tipo específico de operação privada realizada sob a égide da ICVM 476, possa avaliar a melhor condução do tema, apreciando:

- a) os impactos que tais operações trazem ao mercado de capitais;
- b) a pertinência de se revisitar a Resolução CMN nº 1.777/90; e
- c) a devida interlocução com Bacen e Receita sobre o tema, incluindo os casos concretos aqui narrados.

Ciente.

À EXE, para providências exigíveis.

ALEXANDRE PINHEIRO DOS SANTOS
Superintendente Geral

[1] "Evidentemente, não estou propondo que a CVM defina a distribuição privada de valores mobiliários – algo que, em mais de quarenta anos de vigência da Lei nº 6.385/1976, a doutrina jamais logrou alcançar. O objetivo, em sentido diverso, é estabelecer

"Acredito que tal medida se mostraria benéfica para os agentes do mercado, que poderiam realizar ofertas privadas de forma segura e menos onerosa, uma vez que deixariam de incorrer, nas situações reconhecidas pela CVM, nos custos e nos riscos legais

"Além disso, a medida ajudaria a CVM na fiscalização das ofertas privadas que são realizadas como se fossem públicas para atingir fins ilícitos. Isto porque a realização de uma oferta pública em uma das situações de safe harbor previstas na regulament

[2] O art. 28 da Lei nº 6.385/76 prevê expressamente um sistema de intercâmbio de informações entre CVM, Bacen e Receita, entre outros órgãos.

Atenciosamente,



Documento assinado eletronicamente por **Geraldo Pinto de Godoy Junior, Gerente**, em 23/05/2019, às 16:54, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Dov Rawet, Superintendente de Registro**, em 23/05/2019, às 17:41, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **0763983** e o código CRC **A8676DEE**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **0763983** and the "Código CRC" **A8676DEE**.*