**RELATÓRIO DE ANÁLISE**

Audiência Pública SDM nº 01/2015 – Processo CVM nº RJ 2014-13975

Objeto: Minuta de Instrução sobre oferta pública de distribuição de nota promissória.

# 1. Introdução

O presente relatório é resultado da Audiência Pública SDM nº 01/2015, que recebeu comentários do público entre os dias 5 de fevereiro de 2015 e 6 de maio de 2015, e teve como objeto a minuta de instrução sobre oferta pública de distribuição de nota promissória (“Minuta”), propondo ainda a revogação da Instrução CVM nº 134, de 1° de novembro de 1990, da Instrução CVM nº 155, de 7 de agosto de 1991, da Instrução CVM nº 422, de 20 de setembro de 2005, e da Instrução CVM nº 429, de 22 de março de 2006.

A proposta é consolidar e conferir um tratamento unitário às disposições relativas à oferta pública de distribuição das notas promissórias, por vezes também referidas como notas comerciais ou notas promissórias comerciais. Essa atualização é parte do constante esforço de aperfeiçoamento da regulamentação e decorre de um processo natural de evolução do mercado de valores mobiliários.

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

Os itens são citados neste documento de acordo com a numeração constante da Minuta, divulgada no edital de audiência pública. Essa numeração não necessariamente coincide com o texto final resultante dos comentários e sugestões recebidos nesta audiência.

Como as manifestações recebidas pela CVM durante o processo de audiência pública se encontram disponíveis na íntegra na sua página na rede mundial de computadores[[1]](#footnote-2), todos os comentários e sugestões enviados tempestivamente são citados neste relatório de forma resumida. Sugestões de alteração ortográfica e ajustes meramente redacionais não são relatados no presente relatório, mas foram levados em consideração na revisão final da 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 nº 01/2015.

# 2. Participantes

1. Associação Brasileira das Companhias Abertas – ABRASCA (“ABRASCA”);
2. Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA (“ANBIMA”);
3. BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (“BM&FBOVESPA”);
4. CETIP S.A. – Mercados Organizados (“CETIP”)
5. Lanna Ribeiro, Carneiro de Souza & Fragoso Pires Advogados (“LCCF”);
6. Marco Aurelio Maestrelli da Silva – Companhia Paranaense de Energia (“COPEL”);
7. Pinheiro Guimarães Advogados (“Pinheiro Guimarães”);
8. Salusse, Marangoni, Leite, Parente, Jabur, Klug e Périllier Advogados (“Salusse Marangoni”); e
9. Stocche, Forbes, Padis, Filizzola, Clápis, Passaro, Meyer e Refinetti Advogados (“Stocche Forbes”).

# 3. Comentários à Minuta

## 3.1. Comentários gerais

O Salusse Marangoni sugere reordenar os artigos 3º a 5º da Minuta para seguir a sequência lógica e temporal dos títulos: emissão – integralização – circulação – vencimento – liquidação.

|  |
| --- |
| A sugestão é pertinente e os dispositivos foram reordenados |

A fim de evitar questionamentos futuros à CVM, o Salusse Marangoni propõe que a norma disponha sobre a possibilidade de emissões concomitantes de nota promissória e sobre a conversibilidade das notas promissórias em participação societária.

|  |
| --- |
| A CVM esclarece que a Minuta não veda a realização de emissões concomitantes de nota promissória.  Além disso, as características das notas promissórias são definidas em legislação específica, que não prevê sua conversão em participação societária. Embora nada impeça que credores e devedores negociem, quando do vencimento de um título, formas alternativas de cumprimento da obrigação ali consubstanciada (uma dação em pagamento, por exemplo), a nota promissória deve, por definição, representar uma promessa de pagamento exclusivamente em dinheiro. |

**3.2. Definição (art. 1º)**

O LCCF propõe a substituição do termo nota promissória por nota comercial, de forma a unificar o termo utilizado em diferentes instruções da CVM e na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976.

|  |
| --- |
| O termo “nota comercial” vem do *commercial paper* norte-americano, expressão que, naquele mercado, se refere às notas promissórias e a outros títulos de curtíssimo prazo. No Brasil, contudo, a expressão “nota comercial” acaba por se identificar, na prática, apenas às notas promissórias.  Embora a Lei nº 6.385, de 1976, e algumas instruções da CVM de fato utilizem o termo “nota comercial”, a Convenção para a adoção de uma lei uniforme sobre letras de câmbio e notas promissórias, promulgada pelo Decreto nº 57.663, de 24 de janeiro de 1966 (“Lei Uniforme de Genebra”), determina que a denominação "nota promissória" deve estar inserta no texto do título, motivo pelo qual a CVM preferiu adotar esta última expressão.  Por conta disso, a sugestão do participante não foi acatada. |

### 3.3. Circulação – negociação em mercados organizados (art. 3º, § 1º – atual art. 4°, §1°)

CETIP sugere excluir o § 1º do art. 3º, que trata da negociação de notas promissórias em mercados organizados. Para o participante, o assunto já se encontra disciplinado em norma específica (a Instrução CVM nº 541, de 20 de dezembro de 2013) e “*a presença de dispositivos tratando sobre o mesmo tema em diferentes instruções pode consistir em repetições desnecessárias*” e confundir seus destinatários.

Caso a CVM opte por não excluir esse dispositivo, a CETIP propõe então que sua redação faça referência não à negociação em mercado organizado, mas ao depósito centralizado e à sua regulamentação específica.

BM&FBOVESPA também propõe ajustes de redação para que o dispositivo faça referência ao depósito centralizado e se aproxime do texto da Instrução CVM nº 541, de 2013.

|  |
| --- |
| A CVM preferiu manter o dispositivo também na norma de nota promissória, sobretudo para afastar qualquer interpretação sobre conflitos entre o **caput**do seu art. 3º (que não encontra previsão nas normas de depósito centralizado) e as normas que tratam de depósito centralizado especificamente.  No entanto, os ajustes de redação sugeridos são pertinentes e encontram-se refletidos na Minuta. |

A partir da referência à cártula da nota promissória, encontrada no § 1º do art. 3º, o Stocche Forbes sugere que a CVM autorize a emissão de notas promissórias escriturais, aproximando as características desse instrumento daquelas encontradas no mercado norte-americano de *commercial papers*, onde, segundo o participante, isso já seria possível.

|  |
| --- |
| A natureza cartular da nota promissória é uma imposição da Lei Uniforme de Genebra e até mesmo de outras disposições legais. Ela independe, portanto, das regras da CVM.  O exemplo norte-americano não é pertinente, tendo em vista que este e outros países onde se admite a emissão de notas promissórias eletrônicas ou escriturais promoveram alguma alteração legislativa que o permitisse, adaptando seus ordenamentos anteriores.  Por esse motivo, a sugestão do participante não foi acatada. |

**3.4. Circulação – informações sobre o endosso (art. 3º, § 2º** – **atual art. 4º, § 2º)**

A ANBIMA propõe incluir um trecho ao final do § 2º do art. 3º, a fim de esclarecer que: (i) o dever de informar ali contido só se aplica às lâminas de informações reduzidas quando houver disponibilização desse documento; e (ii) a lâmina de informações reduzidas ali referida é aquela exigida no registro automático do art. 9º.

|  |
| --- |
| A CVM considera desnecessários os ajustes sugeridos pelo participante.  A expressão “conforme o caso”, contida no § 2º do art. 3º, já evidencia que a informação só deve ser incluída na lâmina nos casos em que esse documento for utilizado – isto é, quando houver registro automático nos termos do art. 9º da Minuta. |

Pinheiro Guimarães questiona se as informações solicitadas no § 2º do art. 3º deverão ser incluídas na comunicação à CVM de que trata o art. 7º-A da Instrução CVM nº 476, de 2009.

|  |
| --- |
| A CVM esclarece que o Anúncio de Início de Distribuição citado no § 2º é aquele descrito na Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003. A informação solicitada no art. 7º-A da Instrução CVM nº 476, de 2009, não é um Anúncio de Inicio de Distribuição e tem como objetivo apenas comunicar à CVM (e não aos investidores) o início da oferta. Por esse motivo, não há necessidade de inclusão dessa informação. |

### 3.5. Integralização e subscrição (art. 4º – atual art. 3°) e data de emissão (art. 5, § 2º)

A CETIP e o Pinheiro Guimarães sugerem esclarecer, no art. 4º, que a subscrição das notas promissórias deve ocorrer na própria data de emissão desses títulos. A CETIP aponta que a nota promissória não pode ser emitida sem indicação do respectivo credor, por força do inciso III do art. 54 do Decreto nº 2.044, de 31 de dezembro de 1908[[2]](#footnote-3), e afirma, por conta disso, que as datas de emissão e subscrição devem ser as mesmas.

Em sentido contrário, a ABRASCA propõe que a data de emissão das notas promissórias seja definida livremente pelo emissor, isto é, sem qualquer vinculação com as datas de subscrição e integralização desses títulos. Segundo a ABRASCA, o regime atual de emissão de notas promissórias, que já equipara as datas de emissão, subscrição e integralização (art. 8º da Instrução CVM nº 134, de 1990), envolve dificuldades logísticas (necessidade de assinar as notas, liquidar a oferta e transportar os títulos para o custodiante em um mesmo dia) que poderiam ser sanadas se não houvesse coincidência entre tais eventos. A ABRASCA entende que a desvinculação das datas de emissão, subscrição e integralização não feriria a Lei Uniforme de Genebra.

Já a ANBIMA sugere que o disposto no § 2º do art. 5º seja incorporado ao **caput** desse artigo, para melhor entendimento.

|  |
| --- |
| A CVM entende que a posição da CETIP é a mais adequada. Também de acordo com a Lei Uniforme de Genebra, o nome do credor deve constar na cártula quando da sua emissão (art. 75, item 5[[3]](#footnote-4)). Por esse motivo, as datas de emissão e subscrição devem ser as mesmas. O emissor poderá definir a data de emissão, desde que observe também tais formalidades, exigidas na legislação específica.  Por conta disso, a CVM ajustou a redação do art. 4º e eliminou o § 2º do art. 5º. |

### 3.6. Prazo de vencimento – extensão (art. 5º, §1º)

**3.6.1. Oferta pública com esforços restritos (inciso I)**

A ANBIMA sugere que a extensão do prazo de vencimento para além de 360 dias seja restrita aos emissores que não dispõem de instrumentos estruturados de dívida de longo prazo, tais como as sociedades limitadas, e não a todo e qualquer emissor que realize uma oferta pública com esforços restritos, como propõe a Minuta. Segundo a associação, que cita o exemplo das debêntures, “*já existem outros instrumentos mais adequados à captação de recursos de longo prazo para atender às sociedades anônimas, de capital aberto ou fechado*”.

|  |
| --- |
| A CVM preferiu condicionar a extensão do prazo de vencimento à realização de uma oferta pública com esforços restritos e não ao tipo societário do emissor. Não faria sentido que sociedades limitadas não registradas pudessem gozar de um benefício não extensível a sociedades anônimas registradas. O critério informacional, aliado à destinação a investidores profissionais, portanto, prevaleceu sobre o critério societário e o comentário do participante não foi acatado. |

BM&FBOVESPA, ABRASCA e Stocche Forbes entendem que a possibilidade de emissão com prazo de vencimento superior a 360 dias deveria ser estendida também às ofertas públicas com registro automático, previstas no art. 9º da Minuta, para que os títulos de maior prazo possam então ser distribuídos não apenas a investidores profissionais, mas também a qualificados.

A esse respeito, a BM&FBOVESPA lembra que, conforme previsto na Minuta, o registro automático da oferta pública de distribuição de notas promissórias é concedido apenas a emissores já registrados na CVM. Para a bolsa, o amplo regime informacional a que eles estão sujeitos, em conjunto com a necessidade de contratar um representante da comunhão dos titulares das notas promissórias, também já contemplada na Minuta, seria suficiente para permitir dita extensão do prazo de vencimento. No mesmo sentido, Stocche Forbes lembra que, ainda de acordo com a Minuta, tais ofertas já envolvem a disponibilização de uma lâmina com informações reduzidas.

Já a ABRASCA sugere condicionar a extensão do prazo de vencimento em sede de registro automático à observância dos seguintes requisitos: (i) cumprimento dos mesmos deveres informacionais, tanto por parte do ofertante quanto do intermediário líder, que se encontram previstos na Instrução CVM nº 476, de 2009; (ii) contratação de agente de notas, representante da comunhão dos titulares das notas promissórias; e (iii) distribuição feita a um número limitado de investidores qualificados.

|  |
| --- |
| A extensão do prazo aumenta os riscos da operação e a CVM entendeu que, nesse primeiro momento, o direcionamento a investidores profissionais, observadas as disposições da Instrução CVM nº 476, de 2009, é mais adequado para testar essa faculdade. |

**3.6.2. Contratação de agente fiduciário (inciso II)**

ABRASCA e Stocche Forbes sugerem substituir as referências a “*agente fiduciário*” por “*agente de notas*”, tendo em vista que este último termo é utilizado há vários anos pelo mercado e também a fim de diferenciar dito prestador de serviço do agente fiduciário propriamente dito, cuja contratação, funções e prerrogativas são previstas em lei para títulos outros que não a nota promissória (como as debêntures, os certificados de recebíveis imobiliários e os certificados de recebíveis do agronegócio).

A ABRASCA aponta, contudo, que a falta de uma regulamentação específica para o agente de notas “*traz dificuldades operacionais relevantes ao mercado quando da necessidade de convocação de uma Assembleia de Titulares de Nota*”, notadamente a indisposição de entidades administradoras de mercados organizados a fornecer, a tal prestador de serviços, a lista de detentores dos títulos. Para combater esse tipo de problema, a associação sugere que as atribuições e responsabilidades dos agentes de notas sejam definidas pela CVM – quer em Instrução específica, quer alterando a Instrução CVM nº 28, de 23 de novembro de 1983, a qual dispõe sobre o exercício da função de agente fiduciário dos debenturistas, quer incluindo um novo parágrafo ao art. 5º da Minuta, assim redigido:

“*§ 7º O agente de notas estará sujeito aos mesmos deveres e obrigações do agente fiduciário, no que for aplicável, conforme regulamentação específica*”.

Da mesma forma, Stocche Forbes sugere a inclusão de dois artigos à Minuta, um para aplicar aos agentes de notas parte das obrigações previstas para o agente fiduciário dos debenturistas no art. 12 da Instrução CVM nº 28, de 1983, e outro para regulamentar as assembleias de titulares de notas promissórias.

No mesmo sentido, a BM&FBOVESPA considera “*importante explicitar na norma que o agente fiduciário de notas promissórias deverá ter as atribuições previstas na legislação e regulamentação específica aplicável ao agente fiduciário de debenturistas*”. O participante solicita, ainda, que a CVM externe seu entendimento sobre a possibilidade dos detentores de notas exercerem diretamente determinadas prerrogativas, na defesa de seus direitos, que são originariamente atribuídas ao agente fiduciário.

|  |
| --- |
| Ao empregar esta expressão no art. 5°, § 1°, inciso II, a CVM pretendia de fato se referir ao “*agente fiduciário*”, conforme previsto na Instrução CVM n° 28, de 1983, e não à figura do agente de notas. Em outras palavras, em se tratando de um título de maior prazo, a CVM entende que a extensão do vencimento das notas promissórias deve ter como contrapartida a contratação de um agente fiduciário propriamente dito, que observe, no que couber, as obrigações dispostas na regulamentação específica sobre agente fiduciário dos debenturistas.  Por conta disso, os comentários da ABRASCA e de Stocche Forbes não foram acatados e a referência a “*agente fiduciário*” constante do art. 5°, § 1°, inciso II, foi mantida.  No que diz respeito aos agentes de nota, eventualmente presentes nas demais emissões, a CVM esclarece que esses prestadores de serviços são atualmente contratados voluntariamente para atuar na proteção dos interesses da comunhão dos titulares de notas promissórias e, portanto, seus deveres e prerrogativas são, a princípio, regulados em contrato. Em função disso, a CVM entende que, atualmente, a atuação judicial de agentes de notas na defesa de direitos e interesses dos detentores desses títulos deverá observar o disposto nos títulos, nos contratos e mesmo em leis que, não tratando especificamente do assunto, possam ser relevantes no caso concreto.    Quanto às sugestões de criar obrigações para os agentes de notas, a CVM considera mais adequado tratar o assunto na revisão, em curso, da Instrução CVM nº 28, de 1983, já que ele não foi submetido a esta audiência pública.  De todo modo, a redação do item 2.17 do Anexo I foi alterada para determinar que se informe ali também a existência de agência de notas, quando houver. |

### 3.7. Liquidação (art. 5º, § 3º - atual § 2°)

A BM&FBOVESPA propõe um ajuste na redação do parágrafo, com a inclusão do termo “*resgatada*”, já que seria necessário também o resgate da nota promissória na data de vencimento do título.

A CETIP, por sua vez, sugere um ajuste na redação, com a inclusão da expressão “*em moeda corrente*” ao fim do texto, apenas para reforçar esta imposição do Decreto nº 2.044, de 1908.

|  |
| --- |
| As sugestões foram acatadas. |

### 3.8. Resgate antecipado (art. 5º, § 4º – atual § 3°)

O Stocche Forbes solicita que a redação do § 4º do art. 5º seja alterada para evidenciar que o resgate pode se dar “*a qualquer tempo, após a data de emissão*”. O participante pretende, com isso, deixar claro que, diferentemente das normas atualmente em vigor, a Minuta não prevê um prazo mínimo de vencimento das notas promissórias.

|  |
| --- |
| A CVM considera desnecessário realizar tal ajuste. Não havendo, na Minuta e na legislação específica, qualquer regra que imponha um prazo mínimo de vencimento, os emissores estão naturalmente livres para pactuar o que lhes convir. |

### 3.9. Competência para deliberação (art. 6º)

A BM&FBOVESPA solicita que o estatuto ou contrato social do emissor disponha especificamente sobre a competência para “*deliberar a emissão de nota promissória objeto de oferta pública de distribuição nos termos desta Instrução*”, evidenciando que dita competência não se aplica às demais notas promissórias eventualmente emitidas no curso das atividades do emissor.

Já a ABRASCA e o Pinheiro Guimarães sugerem que a competência estatutária ou contratual possa citar genericamente a emissão pública de títulos de dívida ou de valores mobiliários, sem mencionar especificamente as notas promissórias.

|  |
| --- |
| A CVM considerou o comentário da BM&FBOVESPA pertinente e especificou, na Minuta, que a competência ali referida deve tratar de a notas promissórias emitidas especificamente para distribuição pública.  Contudo, a CVM também esclarece que o art. 6° da Minuta se encontra igualmente atendido quando a competência citar genericamente a emissão de valores mobiliários ou títulos de dívida para distribuição pública, em linha com os demais comentários. Assim, não é preciso proceder a alterações contratuais e estatutárias quando já houver disposição nesse sentido.  Havendo clareza de que se trata de emissão para distribuição pública, e não como parte dos negócios correntes do emissor, a disposição contratual ou estatutária mais genérica servirá para fins do art. 6° da Minuta. |

ABRASCA e Salusse Marangoni sugerem a inclusão da reunião dos sócios quotistas entre os órgãos com competência para deliberar sobre a emissão de notas promissórias para oferta pública de distribuição.

O Salusse Marangoni sugere, ainda, que a disposição sobre a competência estabeleça seus limites.

O Pinheiro Guimarães questiona se seria necessário um ato formal de deliberação quando o contrato social da sociedade limitada atribuir aos administradores a competência de emissão de notas promissórias para distribuição pública, mas a sociedade contar com apenas um administrador.

O participante questiona, ainda, se, em qualquer caso, o arquivamento e publicação do ato societário de deliberação são condições para a emissão.

|  |
| --- |
| A CVM alterou a redação do dispositivo para deixar inteiramente a cargo do estatuto ou contrato social a definição da competência para autorizar a emissão de nota promissória para oferta pública de distribuição. Isso significa que tal competência pode ser atribuída, por exemplo, à reunião de sócios quotistas e mesmo a administradores do emissor. Também se incluiu um parágrafo único ao dispositivo para esclarecer a necessidade de arquivamento do respectivo ato de autorização (sem prejuízo da sua publicação, quando exigida por lei).  No entanto, a CVM não vê necessidade de obrigar o estabelecimento de limites contratuais ou estatutários a essa competência: trata-se de matéria sobre a qual os contratantes podem dispor livremente. Por conta disso, o comentário do Salussi Marangoni não foi acatado. |

### 3.10. Conteúdo da deliberação (art. 7º)

O LCCF sugere que se inclua na deliberação, no item das garantias (inciso V), as limitações à prestação de garantias previstas no contrato social, no caso de sociedades limitadas e/ou cooperativas.

|  |
| --- |
| Já havendo, no contrato social, limitação à prestação de garantias, elas não precisam ser reiteradas na deliberação. Portanto, a sugestão não foi acolhida. |

A BM&FBOVESPA sugere que a deliberação disponha sobre o agente fiduciário a ser contratado para cada série.

A CETIP sugere que se inclua dentre os itens constantes da deliberação a definição do prazo para pagamento de qualquer desembolso do emissor, “*dado a segurança que um título publicamente ofertado e/ou negociado nos mercados organizados deve ter*” (sic).

O Salusse Marangoni sugere incluir, dentre os itens constantes da deliberação, a forma de oferta pública a ser adotada e a possibilidade e condições para resgate antecipado.

|  |
| --- |
| A CVM entende que a escolha do agente de notas, a definição de outros eventos e datas de pagamento que não a data do vencimento e, finalmente, a forma de oferta pública adotada podem ficar a critério da administração e não precisariam, dessa forma, ser objeto da deliberação. Assim, a administração poderá definir o que melhor convier ao emissor, sem burocratizar o processo de emissão.  Nada impede, contudo, que por disposição estatutária, contratual ou mesmo por vontade das partes, tais assuntos sejam levados ao conhecimento e decisão do órgão competente para deliberar a emissão.  Além disso, tais informações sempre constarão da cártula. |

**3.11. Regra geral de oferta pública (art. 8º)**

A ABRASCA pede que se confirme no relatório de audiência pública que as sociedades limitadas poderão realizar oferta pública de distribuição de notas promissórias com esforços restritos, nos termos da Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009.

O Salusse Marangoni sugere restringir a oferta pública de distribuição de notas promissórias às sociedades limitadas definidas como “de grande porte” nos termos da Lei nº 11.638, 28 de dezembro de 2007. Em um segundo momento, após experiência prévia, seria avaliada a conveniência da expansão desta faculdade para as demais sociedades limitadas.

|  |
| --- |
| A Instrução CVM n° 480, 7 de dezembro de 2009, admite, no **caput** de seu art. 33, que os emissores que emitam exclusivamente notas comerciais (i.e., notas promissórias) para distribuição pública se organizem sob a forma de sociedade anônima ou sociedade limitada. Já a Instrução CVM n° 476, de 2009, no seu art. 1º, §1º, inciso I, lista as notas comerciais como um dos valores mobiliários que podem ser ofertados publicamente com esforços restritos, automaticamente dispensados do registro de oferta (art. 6º) e do registro de emissor (art. 14).  Dessa forma, o edital de Audiência Pública SDM nº 01/2015 não inova quanto à possibilidade de realização de oferta pública de distribuição pública de notas promissórias por sociedades limitadas utilizando a Instrução CVM n° 476, de 2009.  Por esse motivo, a CVM não vê justificativa para limitar as ofertas às sociedades limitadas “de grande porte”, restringindo o que a regulamentação atual já permite. |

A ABRASCA propõe que se confirme no relatório que as emissões dispensadas de registro de valores mobiliários de lote único e indivisível, conforme previstas no referido artigo 5º, inciso II da Instrução CVM nº 400, de 2003, também poderão ser realizadas a despeito das opções de colocação indicadas no Edital.

|  |
| --- |
| A CVM esclarece que o art. 8º da Minuta remete as ofertas de nota promissária à regulamentação específica sobre ofertas públicas de valores mobiliários, dentre elas a Instrução CVM nº 400, de 2003. Assim, as dispensas tratadas nesta instrução poderão ser usadas nas ofertas de nota promissória. |

### 3.12. Registro automático – material publicitário (art. 9º, inciso III)

A ANBIMA sugere que o procedimento do registro automático possa contar com a utilização de material publicitário, previamente analisado pela CVM. Para a associação, o material publicitário seria de grande importância porque, (i) diferentemente da regulação atualmente em vigor, o procedimento de registro automático previsto na Minuta não impõe limites ao número de investidores que podem ser acessados, e (ii) o material publicitário serve à divulgação de informações claras e simples, mitigando os riscos de assimetria de informação.

|  |
| --- |
| A CVM entende que a lâmina de informações reduzidas, requerida pelo procedimento de registro automático, já deve trazer informações claras e simples, e que o seu conteúdo é suficiente para mitigar riscos de assimetria de informação.  A impossibilidade de utilização do material publicitário é uma contrapartida à celeridade do rito automático e, nesse aspecto, o procedimento proposto pela Minuta pouco inova em relação ao que já existe hoje.  Ofertas direcionadas a públicos muito grandes, onde o ofertante e o intermediário acreditem que o material publicitário é indispensável ao êxito da colocação, sempre poderão seguir o rito da Instrução CVM nº 400, de 2003. |

**3.13. Circulação de notas promissórias sob o regime de registro automático (art. 11, parágrafo único – atual art. 12)**

A CETIP solicita ajustar a redação do parágrafo único do art. 11 para esclarecer que as operações (i) realizadas nos sistemas de negociação dos mercados organizados ou (ii) realizadas previamente, fora de tais sistemas, mas levadas a registro em mercados organizados (a) devem ter a participação de um intermediário e (b) que este intermediário será o responsável pela verificação da condição de investidor qualificado, exigida pelo **caput** do art. 11.

De acordo com a CETIP, que propõe a redação abaixo para o art. 11, “*vê-se necessária a pacificação de entendimento sobre a responsabilidade de verificação da qualidade de investidor para a circulação das notas promissórias nos mercados organizados*”:

“*Art. 11. A oferta pública de distribuição de nota promissória realizada nos termos do art. 9° deve ser destinada exclusivamente a investidores qualificados, conforme definido em regulamentação específica.*

*“~~Parágrafo único.~~§1° A nota promissória distribuída nos termos do art. 9° pode ser negociada ou ter sua negociação previamente realizada e registrada em mercados organizados ~~desde que~~ exclusivamente entre investidores qualificados e com a participação de intermediário.*

*§2° A responsabilidade pela verificação da condição de investidor qualificado de que trata o §1° é do intermediário.*”

|  |
| --- |
| A CVM esclarece que não pretendia, com a redação da Minuta, adotar nenhuma regra diferente daquela que já se encontra vigente no art. 16 da Instrução CVM n° 476, de 2009, segundo a qual cabe aos intermediários, conforme definidos pela Instrução CVM n° 505, de 2011, verificar a qualificação dos investidores que negociam os títulos em mercados regulamentados.  Nesse aspecto, portanto, a CVM ajustou a Minuta para aproximar a redação do dispositivo em comento daquela que já se encontra em vigor na Instrução CVM n° 476, de 2009.  Também se ajustou a redação do dispositivo em comento para esclarecer que a obrigação de verificar a qualificação dos investidores no momento da oferta é da instituição intermediária da oferta.  No entanto, considerando que as ofertas públicas via procedimento de registro automático somente podem ser realizadas por emissores já registrados, que, ademais, devem disponibilizar uma lâmina de informações reduzidas, a CVM reviu a necessidade de que as notas promissórias assim ofertadas tenham sua negociação limitada a investidores qualificados durante todo o seu prazo de vencimento.  A versão final da Minuta dividiu em dois artigos o conteúdo do art. 11 original, acomodando em um novo art. 12 (e renumerando os artigos subsequentes) as normas sobre negociação das notas promissórias em mercados regulamentados, segundo as quais: (i) em um período inicial de 90 dias, apenas investidores qualificados poderão negociar o título; e (ii) os intermediários a que se refere a Instrução CVM n° 505, de 2011, devem verificar o cumprimento dessa obrigação. |

**3.14. Dispensa de contratação de instituição intermediária por emissor de grande exposição ao mercado (art. 12 – atual art. 13)**

A BM&FBOVESPA defende que a possibilidade de realizar oferta pública de distribuição de nota promissória sem contratação de instituição intermediária seja estendida às companhias integrantes de índice como IBrX-100 ou IBOVESPA.

Para o participante, assim como os emissores de grande exposição ao mercado, as companhias cujas ações integram tais índices apresentam uma ampla cobertura e escrutínio do mercado, em função de seu grau de negociabilidade e representatividade; poderiam, portanto, beneficiar-se da dispensa de contratação de instituição intermediária.

|  |
| --- |
| A CVM considera que é mais prudente limitar a contratação de instituição intermediária aos Emissores com Grande Exposição ao Mercado (EGEM). Após um período inicial de familiarização, por parte dos participantes do mercado, dos investidores e do próprio órgão regulador, com a aplicação prática da Instrução, a CVM poderá reavaliar a conveniência e oportunidade de estender essa dispensa a outros emissores. |

A ABRASCA entende que a Minuta não deixa claro qual procedimento de oferta deve ser seguido no âmbito do art. 12 e sugere especificar que a dispensa de contratação de instituição intermediária ali referida vale, em função da restrição a investidores profissionais (inciso II), para ofertas públicas de distribuição com esforços restritos, nos termos da Instrução CVM nº 476, de 2009.

|  |
| --- |
| As dispensas contempladas na Instrução CVM n° 476, de 2009, têm como contrapartida a participação de uma instituição intermediária, que atua, nas ofertas públicas com esforços restritos, como *gatekeeper*.  A dispensa de contratação de instituição intermediária não pode, portanto, vir acompanhada também da dispensa de registro de oferta prevista naquela Instrução.  Embora a Minuta restrinja a oferta a investidores profissionais, a CVM entende que o procedimento do registro automático previsto no art. 9° é o mais adequado para ser objeto de dispensa de contratação de instituição intermediária, porque submete-se ao escrutínio da CVM. A Minuta foi ajustada para consigná-lo de forma clara. |

A AMBIMA sugere a exclusão do art. 12, manifestando-se contra a dispensa de contratação de instituição intermediária, já que o mercado de capitais pátrio seria calcado na participação do intermediário e a sua ausência poderia trazer impacto negativo à manutenção de um mercado saudável.

Transpondo o modelo norte-americano de oferta dispensada de registro para a Minuta, a ANBIMA sugere, alternativamente, que a oferta com dispensa de intermediário seja limitada a 2 (dois) investidores profissionais, que o emissor efetue as mesmas diligências que o intermediário faria, incluindo a contratação de assessores legais, que informe ao investidor a eventual existência de conflito de interesses, que não seja permitida a utilização de material publicitário e a negociação em mercado secundário.

|  |
| --- |
| A CVM esclarece que não se trata de oferta dispensada de registro, como no caso americano citado. Além disso, a CVM considera que, para a oferta com registro automático e dispensa de contratação de instituição intermediária, as exigências já estabelecidas na Minuta, inclusive a natureza de do emissor, são suficientes para garantir a mitigação de riscos e a divulgação suficiente de informações a investidores profissionais. |

A COPEL solicita a extensão do prazo de vencimento das notas promissórias emitidas por EGEM com dispensa de contratação de instituição intermediária, para 180 dias. Como sociedade de economia mista, a companhia afirma que encontra dificuldades para se financiar e aduz que a contratação de instituição intermediária encarece a emissão de notas promissórias, título que é de curto prazo por natureza.

Já a BM&FBOVESPA sugere que, para emissões com a presença do agente fiduciário, não haja um prazo limite de vencimento.

|  |
| --- |
| A CVM entende que o curtíssimo prazo estabelecido para o vencimento do título é um dos fatores preponderantes para justificar a ausência do intermediário na oferta. Assim, neste momento, a CVM prefere adotar um prazo mais curto para avaliar o funcionamento da regra.  Por conta disso, as sugestões da BM&FBOVESPA e da COPEL não foram acatadas. |

A CETIP solicita ajustar a redação art. 12 para esclarecer que as operações (i) realizadas nos sistemas de negociação dos mercados organizados ou (ii) realizadas previamente, fora de tais sistemas, mas levadas a registro em mercados organizados (a) devem ter a participação de um intermediário e (b) que este intermediário será o responsável pela verificação da condição de investidor profissional, exigida pelo inciso II do dispositivo.

De acordo com a CETIP, que propõe a redação abaixo para o art. 12, “*vê-se necessária a pacificação de entendimento sobre a responsabilidade de verificação da qualidade de investidor para a circulação das notas promissórias nos mercados organizados*”:

“*Art. 12. Ficam dispensados da contratação de instituição intermediária os emissores com grande exposição ao mercado, conforme definido em regra específica, que realizarem oferta pública de distribuição de nota promissória, desde que:*

*I – as notas promissórias assim ofertadas tenham prazo de vencimento inferior a 90 dias; e*

*II – a oferta se destine exclusivamente a investidores profissionais, conforme definido em regra específica.*

*~~Parágrafo único.~~§1° A emissora é responsável por assegurar o disposto no inciso II do caput.*

*§2° A nota promissória distribuída nos termos do art. 12 pode ser negociada ou ter a sua negociação previamente realizada e registrada em mercados organizados exclusivamente entre investidores profissionais e com a participação de intermediário.*

*§3° A responsabilidade pela verificação da condição de investidor profissional de que trata o §2° é do intermediário*”.

|  |
| --- |
| A CVM esclarece que não pretendia, com a redação da Minuta, adotar nenhuma regra diferente daquela que já se encontra vigente no art. 16 da Instrução CVM n° 476, de 2009, segundo a qual cabe aos intermediários, conforme definidos pela Instrução CVM n° 505, de 2011, verificar a qualificação dos investidores que negociam os títulos em mercados regulamentados.  Por conta disso, a CVM ajustou a Minuta para aproximar a redação do dispositivo em comento daquela que já se encontra em vigor na Instrução CVM n° 476, de 2009.  Além disso, acrescentou-se, como sugerido pela CETIP, um parágrafo específico ao art. 12 para deixar claro que também as notas promissórias ofertadas de acordo com esse dispositivo podem ser negociadas em mercados regulamentados, desde que exclusivamente entre investidores profissionais. |

O Stocche Forbes propõe determinar a inaplicabilidade das demais normas sobre ofertas públicas, especialmente da Instrução CVM nº 476, de 2009, às ofertas com dispensa de contratação de instituição intermediária previstas no art. 12.

|  |
| --- |
| A oferta de nota promissória por EGEM com dispensa de contratação de instituição intermediária deve ser realizada por meio do procedimento de registro automático.  O art. 9º, que define o registro automático, determina que a oferta seja instruída com as informações requeridas na regulamentação específica sobre ofertas públicas (Instrução CVM nº 400, de 2003), permitindo, no entanto, a substituição do prospecto pela lâmina. Assim, conforme determina o art. 8°, não é possível afastar as normas de oferta pública para além do estabelecido nos art. 9º e 10 e, conforme o caso, o art.11.  Isso não significa, contudo, que se aplica às ofertas públicas com registro automático também o disposto na Instrução CVM n° 476, de 2009, norma específica que impõe uma série de regras particulares e que, ademais, não dispõe sobre registro de oferta. A CVM entende que a leitura sistemática da Minuta, conforme ajustada, e da regulação já evidencia que se trata de procedimentos distintos.  Por esse motivo, a sugestão do participante não foi acatada. |

**3.15. Responsabilidades (art. 13 – atual art. 14)**

O Salusse Marangoni sugere o seguinte ajuste de redação no inciso II do art. 13, a fim de tornar mais clara a redação do dispositivo:

*Art. 13. Considera-se infração grave, para os efeitos do § 3° do artigo 11 da Lei n° 6.385, de 7 de dezembro de 1976, a realização de ofertas públicas de distribuição de notas promissórias:*

*I – em condições diversas das constantes no registro ou das regras desta Instrução; ou*

*II – com a omissão ou prestação de informações ~~falsas ou~~ que possam levar o investidor a erro, ou a prestação de informações falsas no âmbito da oferta e em seus documentos.*

|  |
| --- |
| A CVM ajustou a redação do dispositivo para especificar os artigos da Instrução cuja violação se considera grave e para esclarecer o fato de que, por força do art. 8° da Minuta, que determina a aplicação geral da regulamentação específica sobre ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, preocupações como a do participante já se encontram atendidas. |

**3.16. Vigência da Norma (art. 15 – atual art. 16)**

A CETIP propõe que a Instrução resultante da Minuta entre em vigor 120 (cento e vinte) dias após sua publicação, para permitir a adaptação dos ambientes e sistemas dos mercados organizados às novas regras.

|  |
| --- |
| A Instrução CVM n° 554, de 17 de dezembro de 2014, alterou as Instruções CVM n° 155 e 429, de 1991 e 2006 respectivamente, para substituir referências a valores unitários mínimos pela condição de “investidor profissional” dos destinatários das notas promissórias ofertadas pelo procedimento de registro automático.  Tais alterações, contudo, passarão a viger apenas em 1° de outubro de 2015, conforme a redação dada ao art. 18 da Instrução CVM n° 554, de 2014, pelo art. 2° da Instrução CVM n° 564, de 11 de junho de 2015.  Se acatada a sugestão da CETIP, o mercado conviveria, no breve intervalo entre 1° de outubro de 2015 e o decurso dos 120 (cento e vinte) dias propostos pelo participante, com essa alteração pontual das Instruções CVM n° 155 e 429, de 1991 e 2006 respectivamente – dificultando ainda mais a adaptação de sistemas.  Por conta disso, a CVM preferiu reverter, já na data de publicação da Minuta, as alterações promovidas pela Instrução CVM n° 554, de 2014, nas Instruções CVM n° 155 e 429, de 1991 e 2006 respectivamente.  Já o prazo para a entrada em vigor da Minuta como um todo passa a ser 1° de outubro de 2015, data que já havia sido sinalizada como limite para a adaptação de sistemas por ocasião da aprovação da Instrução CVM nº 564, de 2015.  Isso significa que as Instruções CVM n° 155 e 429, de 1991 e 2006 respectivamente, permanecerão em vigor, com suas disposições atuais, até 1° de outubro de 2015, quando a Minuta as revogará por completo. |

## 3.2. Anexo I

O Salusse Marangoni propõe ajuste de redação no item 2.1 do Anexo I – “Identificação da companhia emissora” – para substituir o termo “companhia” por “sociedade” e incluir seu endereço na rede mundial de computadores.

|  |
| --- |
| A CVM alterou a referência para, em linha com as demais normas por ela editadas, empregar o termo “emissor” e incluir a divulgação de seu endereço na rede mundial de computadores. |

A ABRASCA propõe ajuste de redação no item 5 do Anexo I – “Informações financeiras selecionadas (compreendendo os três últimos exercícios sociais, e informações trimestrais do exercício em curso, comparadas com igual período do anterior)”.

O participante aponta que, em outras normas da CVM (a exemplo do item 10.1(h) do Anexo 24 da Instrução CVM n° 480, de 2009), as informações trimestrais costumam ser comparadas não com igual período do exercício anterior, mas com as contas do último exercício social encerrado (por exemplo, balanço patrimonial com data-base de 30 de junho de 2014 comparado com a data-base de 31 de dezembro de 2013). Aponta ainda que a comparação das contas patrimoniais com o último exercício social encerrado segue o disposto no item 20, subitem “a”, do Pronunciamento Técnico CPC 21 (R1)[[4]](#footnote-5).

Por conta disso, a ABRASCA sugere a seguinte redação, caso a CVM entenda que a lâmina de informações reduzidas do Anexo I deve seguir o disposto no Pronunciamento Técnico CPC 21 (R1):

“*5. Informações financeiras selecionadas (compreendendo os três últimos exercícios sociais, e informações trimestrais do exercício em curso, comparadas com igual período do exercício anterior, sendo que exclusivamente as contas patrimoniais deverão ser comparadas com o exercício social anterior):*”

Alternativamente, caso a CVM entenda que a divulgação das informações contidas na lâmina de informações reduzidas do Anexo I não deve necessariamente seguir o disposto no Pronunciamento Técnico CPC 21 (R1), a ABRASCA sugere deixar a critério do emissor e do intermediário líder da oferta a escolha entre comparar com o último exercício social encerrado ou igual período do exercício social anterior:

“*5. Informações financeiras selecionadas (compreendendo os três últimos exercícios sociais, e informações trimestrais do exercício em curso, comparadas com igual período do exercício anterior, sendo que as contas patrimoniais poderão ser comparadas com o exercício social anterior ou com o trimestre imediatamente anterior):*”

|  |
| --- |
| A CVM não acatou a redação proposta pelo participante, mas aproveitou seu comentário para ajustar a redação do item 5 do Anexo I à Minuta, incluindo seus subitens, aos padrões contábeis atualmente em vigor.  O modelo hoje praticado, no que concerne a informações (i) do balanço patrimonial e (ii) da demonstração do resultado do exercício e do resultado abrangente, encontra-se previsto no item 20 do Pronunciamento CPC 21 (R1), aprovado pela Deliberação CVM nº 673, de 20 de outubro de 2011.  No que se refere ao balanço patrimonial, o modelo de comparação previsto nessa norma visa a permitir o acompanhamento da evolução patrimonial da entidade desde o último exercício social encerrado e o período intermediário informado.  No que se refere ao resultado e ao resultado abrangente, o modelo de comparação previsto nessa norma visa a permitir o acompanhamento da performance da gestão no período (corrente e acumulado no ano) com as dos períodos intermediários do exercício anterior (corrente e acumulado).  No entanto, no caso presente, dado que não haverá continuidade na prestação dessas informações, a CVM considera desnecessário exigir a informação relativa ao período intermediário corrente, mantendo-se, contudo, a exigência de divulgar a informação relativa ao período intermediário acumulado.  Por exemplo, para informação intermediária com data base em 30/6/2015, a informação a ser requerida, para os itens de resultado e resultado abrangente, seria a acumulada entre 1/1/2015 e 30/6/2015, comparada com a acumulada entre 1/1/2014 e 30/6/2014. |

O Salusse Marangoni sugere incluir uma declaração do emissor confirmando a aprovação das contas e eventuais ressalvas e notas explicativas indicadas pelos auditores independentes.

|  |
| --- |
| As informações constantes da lâmina são fornecidas por emissores registrados e, por conta disso, a CVM considera que não há necessidade de incluir tal declaração. A sugestão do participante não foi acatada. |

# 4. Proposta definitiva de instrução

A proposta definitiva de instrução, incorporando as sugestões que tenham sido acatadas, segue em anexo ao presente relatório.

Rio de Janeiro, 31 de julho de 2015.

*Original assinado por*

**Antonio Carlos Berwanger**

**Superintendente de Desenvolvimento de Mercado**

1. Ver: <http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/sdm/2015/sdm0115.html> [↑](#footnote-ref-2)
2. “*Art. 54. A nota promissória é uma promessa de pagamento e deve conter estes requisitos essenciais, lançados, por extenso no contexto:* [...]  *III. o nome da pessoa a quem deve ser paga*”. [↑](#footnote-ref-3)
3. “*Art. 75 - A nota promissória contém:* [...] *5 - O nome da pessoa a quem ou a ordem de quem deve ser paga*”. [↑](#footnote-ref-4)
4. “*20. Demonstrações contábeis intermediárias devem incluir as demonstrações contábeis (condensadas ou completas) para os seguintes períodos:*

   *(a) balanço patrimonial ao fim do período intermediário corrente e o balanço patrimonial comparativo do final do exercício social imediatamente anterior*”. [↑](#footnote-ref-5)