

São Paulo, 8 de julho de 2021.

À

**Comissão de Valores Mobiliários – CVM**

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado

por e-mail: audpublicaSDM0221@cvm.gov.br.

Ref.: Edital de Audiência Pública SDM nº 02/21 – sugestões e comentários

Prezados Senhores,

**BANCO BTG PACTUAL S.A.**, instituição financeira com sede na Praia de Botafogo, nº 501, bloco II, CEP 22250-911, na cidade do Rio de Janeiro, Estado do Rio de Janeiro, inscrita no Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica do Ministério da Economia (CNPJ/ME) sob o nº 30.306.294/0001-45 vem, por meio do presente, nos termos do item 5 do Edital de Audiência Pública SDM nº 02/21 ("Edital"), apresentar comentários e sugestões com relação ao Edital.

### **INTRODUÇÃO**

1. O Edital tem como escopo propor ao mercado 3 (três) minutas de resolução que disporão sobre (i) o novo regime proposto para ofertas públicas de valores mobiliários ("Minuta A"); (ii) o registro de intermediários de ofertas públicas (Minuta B); e (iii) ajustes de redação em outras normas vigentes, com o objetivo de adequá-las ao novo regime de ofertas públicas disciplinado na Minuta A (Minuta C).
2. Como resultado do sancionamento das novas Resoluções cujas minutas constam do Edital, revogar-se-ão as normas que atualmente disciplinam as ofertas públicas de valores mobiliários, notadamente as Instruções CVM 400/03 e 476/09, além de outras regras editadas pela Comissão de Valores Mobiliários ("CVM") que disciplinam aspectos das ofertas, tais como a Instrução CVM 471/08 e as Deliberações CVM 476/05, 809/19 e 818/19. Assim, ao conceber a Minuta A, a CVM optou por construir um arcabouço normativo único para disciplinar as ofertas públicas, em substituição às diversas normas e orientações esparsas já editadas pela CVM e que vigoram atualmente.
3. Em particular, a Minuta A define os ritos que poderão ser seguidos por ofertantes e intermediários que buscam o registro das ofertas públicas de valores mobiliários na CVM, em cumprimento ao disposto no artigo 19 da Lei nº 6.385/76 (*i.e.* rito automático e rito ordinário), os requisitos aplicáveis e as possibilidades de

adoção de cada rito, bem como as características das ofertas que, apesar de sua natureza pública, não estarão sujeitas ao escrutínio da CVM, ficando, portanto, isentas da necessidade de registro, tal como as ofertas de natureza privada. Nesse sentido, a Minuta A também detalha os requisitos que deverão ser observados pelos ofertantes e intermediários quando da realização de consultas de viabilidade ou de interesse dos investidores para que não se caracterize, nessas consultas, a realização de oferta pública irregular de valores mobiliários.

4. Em linha com o disposto no Edital, procuramos elaborar a presente manifestação de forma clara e objetiva, sempre indicando os dispositivos que são objeto de nossos comentários, na ordem em que estes são apresentados nas minutas e, quando possível, apresentando alternativas a serem consideradas e dados numéricos. Com o intuito de facilitar a análise da CVM, sempre que a presente manifestação trazer sugestões de alteração do texto proposto nas minutas, as nossas sugestões de inclusão estarão destacadas em azul e sublinhado e as sugestões de exclusão estarão destacadas em ~~vermelho e tachado~~.

#### **Breve nota sobre a lei que instituiu os Fundos de Investimento nas Cadeias Produtivas Agroindustriais (FIAGRO)**

5. Preliminarmente, antes de passarmos aos nossos comentários e sugestões sobre a Minuta A, aproveitamos a oportunidade, com a devida vênia, para manifestar o nosso entendimento e sugerir a divulgação de uma manifestação formal desta D. CVM a respeito do tema em epígrafe, que, ao nosso ver, trata de questão urgente e prioritária para o mercado. Por conseguinte, servimo-nos desta também para (i) expor a nossa opinião favorável à aplicação analógica das normas regulamentares que regem os Fundos de Investimento Imobiliário (FII) aos FIAGRO, recém instituídos por meio da Lei nº 14.130, de 29.03.2021, de forma a permitir o uso imediato deste novo fundo estruturado pelo mercado; e (ii) sugerir que esta D. CVM, estando de acordo com o entendimento manifestado acima, se digne de formalizá-lo por meio de ato normativo, sem prejuízo da oportuna divulgação posterior de ato normativo específico, dispondo sobre o FIAGRO.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Acreditamos opinião que tal ato normativo específico será consubstanciado em anexo à Resolução a ser sancionada pela CVM, que disporá sobre a constituição, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento, bem como a prestação de serviços para os fundos, discutida no âmbito da Audiência Pública SDM nº 08/20 (tal como ocorrerá com os FII), mas acreditamos ser igualmente positiva a divulgação de uma manifestação formal da CVM a respeito do tema.

6. Como é consabido, há notórias semelhanças entre os FIAGRO e os FII, seja no que tange à sua estruturação, o seu funcionamento e administração, a distribuição de suas cotas ou ao regime fiscal aplicável a estes fundos (isso após o Congresso Nacional derrubar, em sessão ocorrida no dia 01.06.2021, o veto presidencial aos benefícios fiscais previstos na norma que disciplina o FIAGRO). Desse modo, nos parece lógica e juridicamente viável a aplicação analógica das normas do FII defendida nesta breve nota, pelo que fazemos a presente sugestão de manifestação formal da CVM, de forma a trazer segurança jurídica para que o FIAGRO possa ser implementado pelos agentes de mercado desde já. Lembramos também que já houve precedente de aplicações de normas da CVM por analogia, por exemplo. Até a edição da Instrução CVM nº 600, de 01.08.2018, aplicavam-se às emissões de certificados de recebíveis do agronegócio, *mutatis mutandi*, as regras aplicáveis aos certificados de recebíveis imobiliários.

### **COMENTÁRIOS & SUGESTÕES – MINUTA A**

7. Definição de “investidor institucional” (art. 2º, X). Tal definição ainda não existe no arcabouço regulatório do mercado de capitais, que atualmente classifica os investidores como profissionais ou qualificados, nos termos da Resolução CVM 30/21, ou público em geral (grupo residual). A Minuta A prevê a utilização da definição de investidores institucionais em 3 (três) situações, a saber: (i) consultas de viabilidade de eventual oferta, que deverão ser realizadas apenas junto a investidores institucionais (artigo 6º); (ii) ofertas iniciais ou subsequentes de valores mobiliários emitidos e admitidos à negociação em outras jurisdições e liquidados no exterior em moeda estrangeira não estarão sujeitas à regulamentação, quando tais valores mobiliários forem adquiridos por investidores institucionais brasileiros (artigo 8º, VI); e (iii) procedimentos de *bookbuilding*, que deverão ser realizadas apenas junto a investidores institucionais (artigo 60, § 2º).

7.1. Verificamos que a definição de investidor institucional muito se assemelha à definição de investidor profissional, ressalvado que (i) a primeira inclui os fundos patrimoniais, não contemplados na segunda; (ii) a segunda inclui (a) pessoas naturais e jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) e (b) agentes autônomos de investimento, administradores de carteira de valores mobiliários, analistas de valores mobiliários e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, não contemplados na primeira; e (iii) a primeira parece abranger todo e qualquer investidor não residente, enquanto na segunda são abrangidos apenas investidores não residentes com qualificação análoga às das demais categorias de investidores institucionais nos seus

respectivos países de origem. Somos da opinião que os investidores profissionais referidos no subitem "ii" acima não deveriam ser excluídos do grupo de investidores institucionais, considerando as situações em que tal conceito é adotado, descritas no item 9 acima. Em particular, salientamos que os investidores profissionais pessoas físicas desempenham papel relevante nas consultas de viabilidade e procedimentos de *bookbuilding* e, por vezes, adquirem a maior parte do volume distribuído nas ofertas.

7.2. Diante das opiniões expostas acima, não vislumbramos benefício na criação do novo conceito de "investidor institucional", que poderá gerar dúvidas na aplicação prática da norma e custos de adaptação (inclusive devido a necessidade de se investigar se os investidores não residentes atendem a qualificação exigida pela norma), pelo que sugerimos (i) a exclusão do inciso X do artigo 2º da Minuta A e (ii) a substituição do termo "investidores institucionais" por "investidores profissionais", em todas as suas ocorrências na Minuta A, descritas no item 9 acima. Adicionalmente, entendemos que o artigo 11 da Resolução CVM 30/21 poderá ser reformado, a fim de incluir os fundos patrimoniais na definição de investidores profissionais.

8. Consulta de viabilidade (*pilot fishing*) (art. 6º). A norma permite a realização de consulta sigilosa de viabilidade da oferta, junto a potenciais investidores institucionais, antes do período da oferta a mercado, desde que observados os requisitos elencados no artigo 6º. Considerando que a consulta de viabilidade é realizada em estágio inicial de estruturação da oferta, muitas das vezes pelos próprios ofertantes, sem o engajamento da instituição intermediária, de assessores legais ou consultores, é natural que as informações fornecidas aos investidores institucionais sejam substancialmente modificadas nas etapas subsequentes da estruturação, de forma legítima, sem que isso implique falsidade das informações ou intenção de induzir o investidor a erro. Até mesmo por essa razão, é razoável que somente investidores sofisticados, que conheçam a dinâmica de estruturação das ofertas, possam ser consultados no estágio inicial. Assim, sugerimos a exclusão do inciso II do § 2º do artigo 6º, por entendermos que tal dispositivo poderá gerar insegurança jurídica na realização das consultas de viabilidade:

*"§ 2º A consulta a potenciais investidores, nos termos do caput, incluindo os documentos e apresentações utilizados não pode~~+~~*

*~~+~~ vincular as partes, sendo vedada a realização ou aceitação de ofertas, bem como o pagamento ou o recebimento de quaisquer valores, bens ou direitos de parte a parte~~;~~e*

~~II — omitir informações relevantes, nem conter informações falsas ou que possam induzir o investidor a erro.”~~

9. Ofertas públicas dispensadas de registro perante a CVM (art. 8º). O artigo 8º da Minuta A enumera e consolida as ofertas de valores mobiliários que, devido às suas características e particularidades, não estarão sujeitas à regulamentação ficando, portanto, isentas da necessidade de registro perante a CVM (*safe harbor*). Notamos que tal dispositivo não previu, *a priori*, qualquer hipótese análoga ao procedimento de oferta pública de valores mobiliários com esforços restritos de distribuição, atualmente disciplinado nos termos da Instrução CVM 476/09, que viabiliza a distribuição de determinados valores mobiliários a grupos restritos de investidores profissionais,<sup>2</sup> com dispensa do registro da oferta perante a CVM, mediante a observância de determinadas contrapartidas e salvaguardas previstas na norma.<sup>3</sup>

9.1. Com efeito, acreditamos que o novo regime regulatório proposto nos termos da Minuta A deixou de contemplar as ofertas públicas com esforços restritos de colocação. Sobre o tema, o Edital evidencia que a CVM enxerga um alto custo regulatório e ineficiências inerentes às ofertas regidas pela Instrução CVM 476/09, visto que são impostas às instituições intermediárias, por exemplo, as obrigações de controlar o acesso a um número limitado de investidores profissionais e de restringir a circulação de informações sobre o emissor e a oferta. Em particular, no que diz respeito às ineficiências, o Edital menciona a necessidade de se aguardar o período de *lock up* de 4 (quatro) meses para a realização de nova oferta, a limitação do número de investidores acessados e a ausência de informações disponíveis à CVM e ao mercado sobre as ofertas restritas, o que, nos termos do Edital, “*impacta adversamente a higidez do mercado, a transparência e a supervisão por parte da CVM*”.

9.2. Assim, diante de tais ineficiências e custos regulatórios, a CVM realmente parece ter optado por abolir do novo regime regulatório a hipótese de dispensa de registro das ofertas públicas com esforços restritos de distribuição, inclusive por entender que estas serão sucedidas pelo rito automático de registro, conforme exposto no Edital. Todavia, em que pese a pertinência das constatações e

---

<sup>2</sup> Conforme a definição constante do artigo 11 da Resolução CVM nº 30, de 11.05.2021.

<sup>3</sup> No que diz respeito às citadas contrapartidas e salvaguardas, referimo-nos, principalmente, à publicidade restrita da oferta e do emissor, ao período de *lock up* de 4 (quatro) meses, ao *holding period* de 90 (noventa) dias e à limitação para negociação dos ativos objeto da oferta no mercado secundário apenas entre investidores qualificados, consoante a definição constante do artigo 12 da Resolução CVM nº 30, de 11.05.2021.

argumentos supracitados, servimo-nos da presente para sugerir a manutenção da dispensa de registro de ofertas públicas destinadas a um grupo reduzido de investidores profissionais, por entendermos que tal hipótese é compatível com o novo regime regulatório proposto nos termos da Minuta A e que tal medida melhor atenderá ao anseio das instituições de mercado e ao propósito do desenvolvimento contínuo do mercado de capitais pátrio. Aduzimos, a seguir, as razões e argumentos que fundamentam a nossa sugestão.

9.3. Primeiramente, salientamos que as instituições intermediárias, em regra, já mantêm recursos humanos e tecnológicos adequados e detêm o *know how* necessário para cumprir as obrigações regulatórias atualmente impostas pela Instrução CVM 476/09, inclusive para limitar a circulação de informações sobre as ofertas públicas restritas e para controlar e registrar os investidores acessados e subscritores no âmbito das ofertas restritas. Ademais, muitas das vezes as ofertas restritas são distribuídas para uma pequena base selecionada de clientes dos intermediários, cujo perfil de investimento é previamente conhecido devido ao relacionamento comercial existente (*club deal*). Ainda, por vezes, todo ou parte do montante ofertado é adquirido pela própria instituição intermediária, pelo exercício da garantia firme de colocação, e após o decurso do *holding period* regulamentar os ativos passam a ser negociados com investidores profissionais e qualificados no mercado secundário, de acordo com as condições de mercado vigentes à época.

9.4. Além disso, a migração das ofertas que reúnem as características elencadas no item anterior para o regime do rito automático implicará, na verdade, o incremento de custos para determinados emissores, ofertantes e/ou intermediários, haja vista que (i) passará a ser cobrada taxa de fiscalização, devida à CVM em contrapartida ao registro da oferta, de modo a impactar o custo de captação dos emissores, mas sem que este registro traga qualquer benefício direto no âmbito das ofertas *club deal* (*i.e.* concebidas para alcançar um número limitado de investidores profissionais);<sup>4</sup> e (ii) para capturar os benefícios da oferta registrada, notadamente a sua ampla divulgação e flexibilidade do plano de distribuição, muitas instituições intermediárias terão que realizar significativos investimentos em recursos humanos e tecnológicos, buscando se capacitarem para cumprir as normas regulamentares que dispõem sobre o dever de verificação da adequação dos produtos e operações ao perfil dos investidores, em especial a Resolução CVM 30 (considerando o aumento substancial do número de investidores a serem acessados,

---

<sup>4</sup> Os valores atuais previstos na Portaria 493/17 chegam ao patamar de R\$ 317.314,68 por série de valores mobiliários registrados na CVM.

combinado com o potencial das instituições para distribuir um amplo portfólio de produtos).

9.5. Logo, em última análise, somos da opinião que a supressão da hipótese de dispensa de registro da oferta restrita poderá trazer efeitos nefastos ao mercado de capitais, inclusive: (i) desincentivo à realização de ofertas públicas no modelo *club deal* e, conseqüentemente, redução significativa do volume de captações de recursos de certo segmento do mercado de capitais; (ii) prejuízos ao (legítimo) modelo de negócios das instituições essencialmente vocacionadas para a distribuição de ofertas restritas; (iii) utilização de recursos escassos da CVM para supervisionar ofertas distribuídas a grupos restritos de investidores profissionais, quando tais recursos poderiam ser melhor direcionados para a defesa dos interesses de investidores mais vulneráveis; e (iv) impacto negativo no desenvolvimento do mercado secundário brasileiro, sobretudo de dívida, resultante do desincentivo às emissões de ativos que, em um primeiro momento, poderão ser subscritos pelas instituições intermediárias participantes do consórcio de distribuição, conferindo liquidez aos emissores no mercado primário, mas que, posteriormente, são negociados no mercado secundário. Para mais, acreditamos que a sugestão de prever *safe harbor* específico para as ofertas restritas teria o bônus de manter essas ofertas alheias ao regime de ofertas públicas reguladas pela CVM (nos termos do artigo 8º), dando maior robustez à tese de que não se verificaria, nessas ofertas, uma subscrição de valores mobiliários em oferta pública, desestimulando assim o uso da estrutura meramente para fins de planejamento tributário ou para simular o cumprimento de requisitos regulatórios<sup>5</sup>

9.6. O Edital, ao enumerar as ineficiências das ofertas restritas, enfatiza também que a falta de informações sobre tais ofertas públicas prejudica as atividades de supervisão da CVM. Em relação a este aspecto, há que se frisar que o registro dos intermediários, a ser implementado mediante o sancionamento da norma derivada da Minuta B, representará uma mudança importante na abordagem da supervisão baseada em risco da CVM, na qual se passará a envidar menos esforços de supervisão das ofertas públicas (com o advento do rito automático) e mais esforços na supervisão dos intermediários (com o advento do seu registro). Para mais, entendemos que CVM já é nutrida com informações sobre as ofertas restritas, mediante o envio das comunicações de início e encerramento, previstas na Instrução CVM 476/09. Não obstante, caso se entenda que tais informações são insuficientes, sugerimos que a Minuta A preveja requisitos adicionais das ofertas restritas

---

<sup>5</sup> Referimo-nos, neste último parágrafo, às questões discutidas nos Processos Administrativos da CVM nº 19957.007194/2017-50 e 19957.007197/2017-93, julgados em 23 de fevereiro de 2021.

dispensadas de registro, visando aprimorar a qualidade das informações que deverão ser enviadas à CVM.<sup>6</sup>

9.7. Além disso, acreditamos que a adoção de outros mitigadores – análogos àqueles já previstos na Instrução CVM 476/09 – poderá permitir que as ofertas restritas dispensadas de registro na CVM não afetem negativamente a higidez do mercado ou os direitos dos investidores. Por este ângulo, sugerimos a hipótese de dispensa de registro das ofertas restritas seja condicionada, por exemplo, ao cumprimento dos seguintes requisitos:

- (i) limitação do número de investidores profissionais acessados e subscritores, inclusive recrudescendo a restrição imposta nos termos da Instrução CVM 476/09, de modo que o intermediário possa acessar apenas 50 (cinquenta) investidores profissionais, dos quais apenas 20 (vinte) poderão subscrever os ativos ofertados (adotando-se, assim, os números previstos na redação original da Instrução CVM 476/09);
- (ii) inexistência de risco de diluição para atuais detentores do valor mobiliário objeto da oferta;
- (iii) manutenção do *lock up period* de 4 (quatro) meses para realização de nova oferta restrita do mesmo ativo, tornando eficaz a limitação do número de investidores profissionais acessados descrita acima;
- (iv) vedação à busca de investidores através de lojas, escritórios ou estabelecimentos abertos ao público, ou com a utilização de serviços públicos de comunicação, como a imprensa, o rádio, a televisão e páginas abertas ao público na rede mundial de computadores; e
- (v) limitação para a negociação dos valores mobiliários ofertados de forma restrita no mercado secundário, de forma que estes somente possam ser negociados por investidores profissionais ou qualificados, desde que respeitado o *holding period* de 180 (cento e oitenta) dias (respeitando assim o racional da matriz apresentada no âmbito da audiência pública e

---

<sup>6</sup> A título de sugestão, entendemos que tais requisitos poderiam incluir o envio à CVM (i) de comunicações de início e encerramento das ofertas, com escopo ampliado, de forma a incluir outras informações consideradas necessárias para que não haja prejuízo às atividades de supervisão da autarquia; (ii) de sumário da oferta, nos moldes exigidos pelas normas autorregulatórias expedidas pela ANBIMA, aplicáveis às ofertas públicas de debêntures com esforços restritos de colocação; e/ou (iii) de todos ou parte dos documentos da oferta.

também o mesmo período previsto na Minuta A para que possa haver ampliação da negociação de valores mobiliários em mercados regulamentados para o público diferente daquele que compôs inicialmente o público-alvo da oferta).

9.8. Por fim, frisamos que as sugestões acima nos parecem alinhadas com as regras vigentes em jurisdições onde, corriqueiramente, se reconhece a existência de um mercado de capitais em estágio de desenvolvimento mais avançado do que o doméstico. A título de exemplo, no ordenamento norte americano, a *Rule 506 da Regulation D* dispensa o registro de ofertas de valores mobiliários perante a *Securities and Exchange Commission – SEC* (i.e. caracteriza *safe harbor*, para os fins da *Section 4(a)(2)* do *Securities Act of 1933*), desde que o ofertante (i) restrinja a circulação de informações sobre a oferta; (ii) realize a venda dos ativos ofertados apenas para *accredited investors*,<sup>7</sup> sem limitação de número, e para até 35 (trinta e cinco) investidores que atendam a determinados requisitos hábeis a comprovar a sua sofisticação e conhecimento sobre investimentos; e (iii) preste determinadas informações aos investidores e à SEC, inclusive mediante o envio de um formulário eletrônico à SEC (*Form D*) na data da primeira subscrição.<sup>8</sup>

9.9. Uma vez que o tema em comento suscita uma série de questões e variáveis, optamos por não sugerir, desde já, uma proposta de reforma do texto da Minuta A, que seja capaz de endereçar todas as sugestões acima. Sem prejuízo, acreditamos que os pontos descritos acima poderão ser acomodados no próprio artigo 8º da Minuta A, mediante (i) a inclusão de novo inciso, introduzindo a hipótese da oferta restrita dispensada de registro, desde que observados os requisitos sugeridos conforme o item 9.7 acima, ou (ii) a ampliação do escopo de aplicação do inciso IV do artigo em questão, de forma que este passe a contemplar também as ofertas que cumpram os requisitos sugeridos no item 9.7 acima. Também, acreditamos que a inobservância de tais requisitos e condições, por parte do ofertante e/ou do intermediário, poderá ser considerada infração grave, para os efeitos do artigo 11, § 3º, da Lei nº 6.385/76.

---

<sup>7</sup> O conceito de *accredited investor* é definido na *Rule 501 da Regulation D* e, abrange, dentre outras entidades, pessoas físicas com um patrimônio líquido de USD 1 milhão, individual ou combinado com o seu cônjuge.

<https://www.ecfr.gov/cgi-bin/retrieveECFR?gp=&SID=8edfd12967d69c024485029d968ee737&r=SECTION&n=17y3.0.1.1.12.0.46.176>

<sup>8</sup> <https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/glossary/rule-506-regulation-d>

10. Período de silêncio (art. 11). Entendemos que cabe a reformulação de determinadas nuances do artigo 11, de modo que a disciplina do dever de observância do período de silêncio fique melhor ajustada às práticas de mercado. Primeiramente, sugerimos a reformulação do *caput* do artigo, substituindo a referência feita ao emissor por referência ao “ofertante” – conceito mais amplo que compreende o emissor, quando aplicável (i.e. na distribuição primária):

*“Art. 11. Ressalvado o disposto no art. 12, o ofertante, as instituições intermediárias, agindo em nome do ofertante, e as pessoas contratadas que com estes estejam trabalhando ou os assessorando de qualquer forma devem abster-se de dar publicidade à oferta, ~~ou ao emissor~~ ou ao ofertante no período:*

10.1. Quanto ao inciso “I”, sugerimos prever termos iniciais do período de silêncio segregados para as instituições intermediárias e os ofertantes, pois tais participantes podem efetivamente engajar-se nas atividades da oferta em momentos distintos, inclusive na hipótese de sindicalização, com a adesão do participante ao consórcio de distribuição após o início da oferta. Para mais, entendemos que as instituições intermediárias poderão iniciar a sua atuação em oferta já aprovada por meio de ato societário do ofertante, mas que ainda não seja plenamente eficaz perante terceiros, por ainda prescindir do necessário arquivamento no registro do comércio; assim sugerimos qualificar tal situação no texto do dispositivo:

*I – que se inicia ~~na data mais antiga entre:~~*

*a) no caso das instituições intermediárias, agindo em nome do ofertante, no momento em que a decisão de realização da oferta foi formalizada em ato societário dotado de plena eficácia perante terceiros ou, no caso de oferta exclusivamente secundária em que não haja ato societário, o momento do engajamento de instituição intermediária; ou*

*b) no caso do ofertante, na data mais antiga entre (i) o momento em que a decisão de realização da oferta foi aprovada em ato societário ou, no caso de oferta exclusivamente secundária em que não haja ato societário, o momento do engajamento de instituição intermediária, e (ii) o 30º (trigésimo) dia que antecede o protocolo do requerimento de registro da oferta junto à CVM ou à entidade autorreguladora autorizada pela CVM para análise prévia do requerimento de registro; e*

*II – que se encerra na data do anúncio de encerramento da distribuição.”*

10.2. O artigo 11, §1º, propõe que sejam observados três requisitos cumulativos para que “comunicações” não configurem uma oferta pública. No

entanto, acreditamos que o texto proposto poderá gerar dúvidas de interpretação, principalmente sobre se os requisitos ali elencados necessariamente deverão estar presentes para que se afaste a caracterização de oferta pública, em qualquer hipótese, o que não nos parece correto, sobretudo porque teremos um conceito de oferta pública definido na norma. Além disso, entendemos que o requisito temporal da comunicação descrito no inciso "iii" não guarda, necessariamente, relação com o conceito de oferta pública, mas sim com o devido cumprimento do período de silêncio previsto no *caput*. Dessa forma sugerimos o seguinte ajuste:

*"§1º. Não configuram ~~oferta pública~~ infração do caput as comunicações que atendam cumulativamente os seguintes requisitos:"*

10.3. Ainda, acreditamos que o inciso "i", tal como redigido na Minuta A, poderá tornar inviável o apoio comercial e logístico que usualmente é prestado pelos bancos em razão do relacionamento mantido com as companhias, sob pena de caracterizar uma oferta pública de valores mobiliários (ou, seguindo a nossa sugestão, uma violação do dever de observar o período de silêncio), ainda que tal apoio não seja prestado no contexto de uma oferta pública de valores mobiliários ou nas etapas preliminares de estruturação da oferta. Com efeito, sugerimos a exclusão integral do inciso I, com a remuneração dos incisos II e III do artigo 11, § 1º:

~~*"I – sejam efetuadas pelo emissor, seus administradores ou empregados, sem o envolvimento de instituição intermediária que venha a integrar o consórcio de distribuição;*~~

*II – não contenham menção a uma oferta pública de valores mobiliários; e*

*III – sejam realizadas antes do 30º (trigésimo) dia que antecede o protocolo do requerimento de registro da oferta junto à CVM."*

10.4. Informações obrigatórias do prospecto (art. 17, VII). Entendemos que cabe ressaltar, no dispositivo em comento, que as informações a respeito dos "terceiros que venham a ser destinatários dos recursos captados com a oferta" será obrigatória apenas nos prospectos de ofertas primárias. A divulgação de tal informação nas ofertas secundárias não parece trazer benefício ou ter utilidade para o mercado, bem como não parece contribuir para coibir eventuais ilegalidades que possam ser cometidas pelo ofertante na destinação dos recursos, o que, diga-se de passagem, não é a finalidade da inclusão de tais informações no prospecto. Ademais, há que se frisar que o prospecto, segundo os modelos anexados à Minuta A, deverá conter seção específica sobre a destinação dos recursos, quando necessário. Sendo assim, segue a nossa sugestão de reforma do artigo 17, VII da Minuta A:

*“Art. 17. O prospecto deve, de maneira que não omita informações relevantes, nem contenha informações imprecisas ou que possam induzir a erro, conter os dados e informações sobre:*

*(...)*

*VII – No caso das ofertas primárias, os terceiros que venham a ser destinatários dos recursos captados com a oferta;”*

11. Escala de materialidade dos fatores de risco (art. 19, §3º). Em pese o fato de a norma prever que a inclusão de uma escala de materialidade dos fatores de risco no prospecto será uma faculdade do ofertante e do intermediário (e não uma obrigação), acreditamos que a mera previsão de tal faculdade poderá nortear a construção de um padrão de mercado e gerar expectativas nos investidores. Assim, sugerimos a exclusão de tal faculdade, sobretudo com base no fato de que somente questões materiais são apontadas como fatores de risco no prospecto e demais documentos da oferta, de modo que não há fatores de risco irrisórios ou irrelevantes. A eventual classificação de determinado fator de risco como “baixo” poderá gerar uma falsa percepção nos investidores, no sentido de que o mesmo não é importante para a tomada de decisão sobre o investimento nos ativos ofertados.

11.1. Frisa-se, ainda, que a probabilidade de ocorrência de determinados fatores de risco nem sempre poderá ser estimada com precisão segura, pelo ofertante ou pelo intermediário. Assim, não nos parece seguro estimular o investidor a confiar em meras previsões, principalmente nos casos em que não houver elemento objetivo capaz de garantir a sua confiabilidade na data de início da oferta. Por favor, vejam abaixo a nossa sugestão de revisão do dispositivo em comento:

*“§3º. Deve ser apresentada uma descrição adequada de como cada fator de risco elencado pode afetar o emissor, o valor mobiliário, e o terceiro garantidor, ~~sendo aceito que a materialidade seja expressa em uma escala qualitativa de risco baixo, médio e alto.~~”*

12. Definição do volume da oferta em procedimento de bookbuilding (art. 27, § 1º). O artigo em epígrafe não contemplou a hipótese de definição do volume da oferta em procedimento de *bookbuilding*, amplamente adotada em ofertas públicas de valores mobiliários. Assumimos que a intenção da CVM não foi restringir tal hipótese e, nesse sentido, sugerimos que seja expressamente contemplada no texto da norma, conforme a sugestão abaixo:

*"§ 1º Caso o cronograma da oferta preveja o início do período de oferta a mercado, nos termos do art. 56, anteriormente à concessão do registro, o requerimento de registro da oferta pode ser realizado na pendência de documentos, aditamentos e informações desde que relacionados exclusivamente à definição do preço, volume ou remuneração do valor mobiliário objeto da distribuição, situação notadamente aplicada:*

*I – nas hipóteses dos incisos I e II do caput, à informação do preço, volume ou remuneração do valor mobiliário contida no formulário eletrônico de requerimento da oferta; e*

*II – na hipótese do inciso II do caput, à informação do preço, volume ou remuneração do valor mobiliário contida na lâmina da oferta."*

13. Guarda e apresentação dos termos de adesão (art. 27, §3º). Sugerimos excluir os termos de adesão do rol de documentos que a instituição intermediária líder deverá manter à disposição da CVM, a partir do requerimento de registro da oferta. O termo de adesão apenas reflete as informações disponíveis no contrato de distribuição e contém termos e condições acordados entre a instituição líder e as demais instituições participantes que venham a integrar o consórcio de distribuição da oferta, quando aplicável. Não se verifica em tal documento, portanto, a presença de informações que possam impactar a decisão de investimento no ativo ofertado ou que possam interessar para fins de supervisão das ofertas, de modo que a obrigação de manter tais documentos disponíveis à CVM gera um custo de observância para os intermediários e não representa qualquer benefício em contrapartida aos investidores ou ao mercado. Desse modo, apresentamos abaixo sugestão de revisão do art. 27, §3º, e, no item 14.1 desta manifestação, sugestões para a revisão do artigo 29 da Minuta A:

*"§ 3º A partir do requerimento do registro, a instituição líder deve manter à disposição da CVM os seguintes documentos relacionados às ofertas públicas submetidas ao rito de registro automático de distribuição:*

*(...) III – contrato de distribuição de valores mobiliários assinado, do qual deve constar, entre outras, obrigatoriamente, as cláusulas relacionadas no Anexo I a esta Resolução, ~~e respectivos termos de adesão;~~"*

14. Registro prévio dos documentos que formalizam a emissão (art. 29). Sabe-se que ordenamento jurídico pátrio prescreve uma série de registros ou arquivamentos que devem ser realizados como condição para que os documentos que formalizam a emissão de valores mobiliários sejam dotados de plena eficácia perante terceiros em geral. Também é sabido que tais registros dependem, via de

regra, da análise prévia dos documentos por autoridades públicas ou particulares em colaboração com a Administração Pública, que podem demandar longos prazos de análise e formular exigências. Ao final dos procedimentos de registro, os documentos se tornam públicos.

14.1. Assim, sugerimos que a realização dos registros legais seja reconhecida como uma condição para a concessão do registro da oferta sob o rito ordinário, mas não para que o registro da oferta seja requerido à CVM. Tal proposta de alteração visa evitar efeitos danosos ao mercado, inclusive atrasos no cronograma da oferta e a divulgação antecipada e inoportuna de informações estratégicas e sensíveis (mediante o registro dos documentos que formalizam a oferta). Segue a nossa sugestão de reforma do artigo 29 da Minuta A:

*"Art. 29. Os seguintes documentos e condições são exigidos para requerimento do registro da oferta pública de distribuição que siga o rito de registro ordinário:*

*(...) IV – cópia de documento que formaliza a emissão e seus aditamentos, conforme aplicável ~~registrados, tais como escritura de debêntures, termos securitização e nota promissória, quando aplicáveis;~~*

*(...) §1º. Para a concessão do registro da oferta são exigidos:*

*(...) II – contrato de distribuição de valores mobiliários assinado, do qual devem constar, entre outras, obrigatoriamente, as cláusulas relacionadas no Anexo I a esta Resolução, ~~e respectivos termos de adesão;~~*

*(...) VI – cópia do documento que formaliza a emissão, devidamente registrado na forma prevista na lei, e cópias de seus aditamentos devidamente protocolados perante as autoridades competentes, nos casos em que o registro de tais aditamentos seja expressamente exigido por lei;"*

15. Aspectos do requerimento de oferta com pedido de análise reservada (art. 35). Entendemos que cabe um breve ajuste de redação do artigo 35, *caput*, no sentido de alinhá-lo ao que atualmente dispõe a Deliberação CVM 809/19 em relação aos emissores em fase de registro na CVM, afastando destes, explicitamente, o dever de publicar fato relevante em decorrência do vazamento de informações a respeito de requerimento de registro que tramita em sigilo. Trata-se de sugestão que busca afastar interpretação da norma no sentido de que será possível imputar às companhias ainda não registradas na CVM as mesmas obrigações de divulgação de informações típicas dos emissores registrados.

15.1. Ainda neste artigo, sugerimos a revisão de seu trecho final, no que concerne à atuação da SRE. Ao nosso ver, a suspensão da análise do pedido de registro da oferta seria medida demasiadamente gravosa, se considerarmos que a imediata divulgação das referidas informações nos termos das regras aplicáveis já seria suficiente para a mitigação de assimetrias informacionais no mercado, sem prejuízo da notificação à SRE, para fins da devida apuração de eventuais responsabilidades a serem imputadas. Segue a nossa sugestão de reforma do artigo 35, *caput*, da Minuta A:

*"Art. 35. Caso a informação relativa ao requerimento de registro de oferta pública de distribuição submetida à análise reservada tenha escapado do controle, o ofertante deve: (i) caso já esteja registrado como emissor de valores mobiliários perante a CVM, proceder à imediata divulgação a respeito seguindo as regras aplicáveis acerca da divulgação de informações, bem como; e (ii) em qualquer hipótese, informar à SRE para que seja dada publicidade ao requerimento de registro, conforme o caso, sem prejuízo da avaliação de eventuais responsabilidades ~~e da eventual suspensão da análise de pedido da oferta.~~"*

16. Indeferimento do pedido de registro da oferta (art. 40). Em nossa interpretação, o artigo 40, I, previu hipótese de indeferimento sumário do pedido de registro da oferta pela CVM, fundada na "inviabilidade ou temeridade do empreendimento" ou na "inidoneidade dos fundadores", além da hipótese do indeferimento motivado pelo descumprimento das exigências formuladas pela CVM, nos prazos regulamentares.

17. Acreditamos que as questões tratadas no inciso I poderão apresentar aspectos subjetivos e envolver análises econômicas / comerciais complexas, de modo que a perquirição da "inviabilidade" ou da "temeridade" de um determinado empreendimento ou da "inidoneidade" dos fundadores de uma nova companhia, por parte da CVM, poderia, como regra, envolver a participação do ofertante, sendo assegurada a este a possibilidade de apresentar esclarecimentos. Em outras palavras, entendemos que tais questões abordadas no inciso I deveriam ser objeto de exigências pela CVM que, uma vez não atendidas pelo ofertante, fatalmente levaria ao indeferimento do pedido, com fundamento no inciso II. Assim, sugerimos a exclusão do inciso I, nos seguintes termos:

*"Art. 40. O requerimento de registro pode ser indeferido ~~nas seguintes hipóteses:~~*

~~I — por inviabilidade ou temeridade do empreendimento ou inidoneidade dos fundadores, quando se tratar de constituição de emissor; ou~~  
~~II — quando não forem cumpridas as exigências formuladas pela CVM, nos prazos previstos nesta Resolução.”~~

18. Lote adicional (art. 50). Sugerimos que seja eliminada a limitação do montante do lote adicional nas ofertas públicas de valores mobiliários, na forma prevista abaixo. Na prática, não há qualquer empecilho de ordem legal ou prática para que a oferta possa ser estruturada com maior flexibilidade na definição do volume, seja no que diz respeito às aprovações societárias, à obtenção de autorizações de terceiros, à redação das cláusulas dos documentos da oferta ou à quaisquer outros aspectos, exceto pela própria limitação imposta na regulamentação aplicável. A ausência de limitação do lote adicional permitiria o atendimento do excesso de demanda, de forma ágil e com redução de custos para o ofertante.

~~“Art. 50. A quantidade de valores mobiliários a ser distribuída pode, a critério do ofertante e sem a necessidade de novo requerimento de registro ou de modificação dos termos da oferta, ser aumentada, até um o montante previsto nos documentos da oferta que não exceda em 20% (vinte por cento) a quantidade inicialmente requerida (lote adicional), excluído o eventual lote suplementar de que trata o art. 51.”~~

18.1. Alternativamente, caso V.Sas. entendam que a sugestão acima não poderá ser acolhida, solicitamos que se considere a eliminação da limitação do montante do lote adicional quando as ofertas forem destinadas exclusivamente a investidores profissionais, como já é feito atualmente em ofertas públicas com esforços restritos de distribuição, regidas pela Instrução CVM 476.

19. Direito de preferência (art. 52). Sugerimos a inclusão de um parágrafo 3º no artigo 52, de forma a incluir a previsão de que o direito de preferência de que trata o seu *caput* poderá ser dispensado ou ter o seu prazo de exercício reduzido para um número de dias inferior a 5 (cinco), mediante a aprovação de acionistas detentores de ações representativas da totalidade do capital social do emissor, nas ofertas públicas de ações ou de valores mobiliários conversíveis em ações. Segue a nossa sugestão de texto:

“§3º. A oferta pública de ações ou de valores mobiliários conversíveis em ações poderá ser realizada com exclusão do direito de preferência ou com prazo para o exercício do direito de preferência menor que 5 (cinco) dias, na

forma prevista na regulamentação em vigor, se a realização da oferta sem a concessão de direito de prioridade for aprovada por acionistas detentores de ações representativas de 100% (cem por cento) do capital social do emissor.”

20. Restrição à participação de pessoas vinculadas nas ofertas destinadas à investidores profissionais (art. 55). Sugerimos a inclusão de exceção à vedação imposta pelo caput do artigo 55, por acreditarmos que a participação de pessoas vinculadas não deveria ser limitada nas ofertas destinadas exclusivamente a investidores profissionais. Conforme exposto em outros comentários presentes nesta manifestação, investidores profissionais conhecem as estruturas das ofertas, os ativos, emissores e mecanismos de formação de preços, de modo que não se justificar limitar a participação de pessoas vinculadas em virtude do excesso de demanda e, conseqüentemente, deixar essas estruturas menos flexíveis. Dessa forma, sugerimos a inclusão de novo parágrafo 4º do artigo 55, com a seguinte redação:

“§4º. A vedação constante do caput não se aplica a ofertas destinadas exclusivamente a investidores profissionais, sem prejuízo ao disposto no artigo 52 acima, conforme aplicável.”

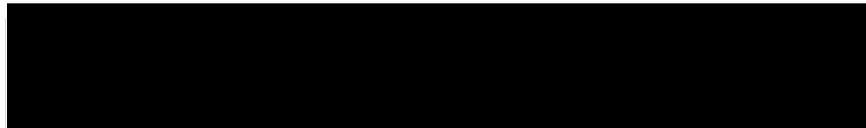
21. Oferta a mercado para investidores profissionais (art. 56). O dispositivo em comento obriga as instituições intermediárias a dar ampla publicidade à oferta, mediante a divulgação de aviso ao mercado, imediatamente após o início dos esforços de venda (oferta a mercado). Entendemos que tal publicidade não se justifica em ofertas destinadas exclusivamente aos investidores profissionais, dotados de elevado nível de sofisticação e amplo conhecimento do mercado e dos ofertantes, que lhes permitem tomar as suas decisões de investimento em prazo exíguo, tampouco se justifica a manutenção da oferta por um período mínimo de 3 (três) dias úteis. Nesse sentido, sugerimos a reforma dos §§ 1º e 3º do artigo 56, nos seguintes termos:

§1º. O aviso ao mercado é um aviso resumido que dá ampla divulgação ao prospecto preliminar ~~ou, no caso de oferta destinada a investidores profissionais, ao requerimento do registro automático~~ e que deve conter, no máximo, as seguintes informações:

§ 3º ~~No caso de que trata este artigo, tendo~~ O disposto neste artigo não será aplicável para as ofertas ~~se~~ submetidas ao registro automático e destinadas exclusivamente a investidores profissionais, ~~esta deve permanecer a mercado por pelo menos 3 (três) dias úteis.~~

Sendo o que nos cumpria para o momento, renovamos nossos votos de estima e consideração nos colocamos à disposição desta D. CVM para discutir os comentários contidos na presente carta.

Atenciosamente,



Felipe Andreu Silve

Procurador **BANCO BTG PACTUAL S.A.**

JOÃO PAULO  
PROCURADOR