



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 9/2019-CVM/SDM

Rio de Janeiro, 25 de abril de 2019.

PARA: SGE

DE: SDM

Assunto: **Deliberação do Colegiado - Processo SEI** 19957.004853/2019-68

Senhor Superintendente-Geral,

1. Trata-se de proposta de edição de Deliberação do Colegiado estabelecendo a dispensa da necessidade de se obter a aprovação prévia da CVM quanto aos materiais publicitários de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários registradas, nos termos do art. 50, caput, da Instrução CVM nº 400, de 2003, desde que preenchidos os demais requisitos previstos na regulação sobre o tema.

Exposição de Motivos da Proposta de Deliberação

2. A Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (SDM) tem conduzido estudos para subsidiar a revisão das normas que dispõem sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, com a finalidade de facilitar e agilizar o processo de formação de capital e incrementar a eficiência da regulação do mercado de capitais, tornando-o mais competitivo e reduzindo custos de observância, conciliando tais objetivos com o mandato legal da CVM de proteger os investidores e maximizar o bem-estar econômico decorrente da competição plena, eficiente e íntegra entre seus participantes.

3. No âmbito desse projeto, a SDM tem interagido com diferentes participantes de mercado no Brasil e identificado tendências da regulação de mercados de outras jurisdições.

4. Ademais, a CVM preside o Comitê nº 8 do Board da Organização Internacional de Comissões de Valores – IOSCO, órgão dedicado a conduzir estudos e apresentar propostas de políticas de regulação e atuação destinadas à educação e proteção do público investidor em geral. Com esse propósito, seus membros têm dedicado significativo esforço para compreender e aplicar técnicas derivadas das percepções sobre o comportamento dos indivíduos, consideradas capazes de aprimorar a eficácia de políticas regulatórias de proteção de investidores de varejo.

5. A presente iniciativa tem os seguintes objetivos:

- a) Contribuir para preservar os requisitos de agilidade e dinamismo das operações de captação de recursos no mercado de capitais, para os quais a necessidade da submissão de material publicitário à aprovação, previamente à sua utilização, poderia representar um risco; e
- b) Colaborar para que o processo de migração de investidores para ativos privados, ora observado no país, ocorra de maneira sustentada e esclarecida, com primazia de decisões de investimento refletidas e fundamentadas.

6. Portanto, o resultado esperado com a medida é resguardar o almejado equilíbrio de interesses entre ofertantes e investidores, que deve estar sempre presente nas ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários.

7. Com a presente iniciativa, pretende-se criar um ambiente regulatório experimental que permita observar, por um determinado tempo – qual seja, até a publicação da nova Instrução sobre ofertas públicas de valores mobiliários – o funcionamento da alteração proposta, de modo que a verificação empírica de seus custos e benefícios possa subsidiar a decisão quanto à sua inclusão permanente, ou não, nas novas regras.

8. Durante a vigência da Deliberação proposta, será possível avaliar os efeitos da alteração estabelecida ou, por outro lado, a ocorrência de casos que justifiquem a manutenção dos ônus regulatórios. Tal alteração pode vir a ser incorporada quando da edição da nova Instrução sobre ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários ou, então, abandonada quando da edição da nova norma caso as alterações não se mostrem adequadas, sendo, portanto, revogada a Deliberação proposta em qualquer dos casos.

9. Quanto ao seu conteúdo, a presente Deliberação trata de alteração em norma aplicável a todas as ofertas públicas registradas de distribuição de valores mobiliários, com implicações nas regras de elaboração, apresentação e análise prévia de materiais publicitários associados às referidas ofertas, tal como disposto nos artigos 50, caput, da Instrução CVM nº 400, de 2003¹.

10. Nessa mesma linha, os efeitos da presente proposta, constantes da minuta de Deliberação, alcançam o material de cunho educativo previsto no artigo 51 da citada Instrução, que deixa também de ser objeto de aprovação prévia da CVM.

11. Por conseguinte, faz-se uso da edição desta Deliberação, cujo fundamento está na competência detida pela própria CVM de, a seu critério, tendo sido observados o interesse público, a adequada informação e a proteção ao investidor, dispensar o registro das ofertas públicas de valores mobiliários ou alguns dos seus requisitos, nos termos do art. 4º da Instrução CVM nº 400, de 2003².

12. A alteração pretendida encontra motivação nas análises realizadas pela Autarquia acerca da experiência prática do mercado brasileiro e nas respostas obtidas do público investidor ao longo dos anos, ambas de suma importância, haja vista que, mesmo antes da edição da Instrução CVM nº 400, de 2003, atual norma geral sobre ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, contando com mais de 15 anos de vigência, as regras que tratavam do tema (Instruções CVM nº 13, de 30 de agosto de 1980, e 88, de 3 de novembro de 1988) já previam a necessidade de análise prévia e aprovação pela CVM do material publicitário, de modo a demonstrar o transcurso de tempo suficiente para conhecimento e adaptação do mercado em relação à elaboração de materiais publicitários adequados.

13. Da grande massa de conhecimento existente sobre o tema, oriunda da vasta experiência prática do mercado com a regulação atual, conclui-se que, em geral, não são verificados desvios relevantes nos materiais publicitários encaminhados à CVM para aprovação, permitindo à Autarquia conceder a dispensa de aprovação prévia de materiais publicitários de ofertas públicas de valores mobiliários registradas, desde que condicionados ao atendimento das diretrizes que constam do art. 50, § 2º da Instrução CVM nº 400, de 2003³, quais sejam a de que tais materiais disponham de: (i) conteúdo consistente com o prospecto; (ii) linguagem serena emoderada; e (iii) alerta para os riscos do investimento proposto.

14. Ademais, é também essencial ressaltar que a previsão de que trata a Deliberação apresentada já é adotada em algumas jurisdições com mercados desenvolvidos, tais quais a estadunidense e a europeia, nas quais não se verifica presente a obrigatoriedade de se obter a aprovação prévia para a divulgação de demais materiais publicitários, que não o prospecto, por parte do órgão regulador.

15. Ainda, desde 2009, foram editados vários Ofícios-Circulares com orientações sobre a elaboração de materiais publicitários a serem utilizados em ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, incluindo modelos de materiais pré-aprovados;

16. Em sua atividade, a Securities and Exchange Commission (“SEC”), entidade reguladora do mercado norte-americano, reúne os diversos tipos de materiais publicitários de ofertas públicas de valores mobiliários em um único conceito legal, o de free writing prospectus (“FWP”), designando assim quaisquer materiais escritos distintos do prospecto que integram determinada oferta, aos quais são aplicadas a Rule 433 e a Rule 164 do Securities Act of 1933 (“Securities Act”).

17. Contudo, é a Rule 405⁴ do referido normativo que torna evidente o entendimento da SEC quanto ao que viria a ser caracterizado como material publicitário, visão ampla que abrange, além de documentos escritos, qualquer comunicação por rádio, televisão e demais mídias eletrônicas, podendo ser apresentado pelos ofertantes em qualquer formato e conteúdo, desde que cumpridas as obrigações determinadas pelo Securities Act. Há inclusive a possibilidade de se divulgar novo material com informações adicionais às incluídas no prospecto, sendo necessário que, nesta hipótese, os ofertantes mencionem no material que o investidor deve ler o prospecto e informem os locais em que estão disponíveis os novos dados.

18. Também estabelece a regulação estadunidense que o FWP só pode vir a ser utilizado após o protocolo do prospecto com o price range na SEC, exceto em determinados casos, e que, em regra, deve ser protocolado na SEC em até 1 (um) dia depois de seu uso, exceto também em situações específicas previstas na lei.

19. A responsabilidade e uso do FWP são regulados entre o emissor e os coordenadores da oferta no contrato de distribuição firmado, estando eles sujeitos à responsabilização pelas previsões da Section 12(a)(2) do Securities Act, bem como das demais regras antifraude estadunidenses. Nesse sentido, a não observância da

regras de FWP, como a falta de menção ao prospecto, o seu não protocolo ou atraso, somente será considerada uma infração depois de observada a conduta de boa-fé do emissor e seus esforços para corrigir o erro o quanto antes, procedimento denominado relief. Em tais regras, a intenção da SEC é a de que a informação seja dividida com todos os participantes da oferta.

20. Por sua vez, existe no mercado europeu a EU Prospective Directive, que consiste no normativo geral aplicável às ofertas públicas de valores mobiliários⁵. Em regra, o único documento da oferta nesta jurisdição é o prospecto, de modo que inexistem qualquer necessidade ou requerimento de se protocolar demais materiais publicitários, devendo estes derivar das informações constantes do próprio prospecto. Caso contrário, o emissor estaria sujeito às penalidades de disclosure seletivo previstas na regulamentação.

21. Da análise dos efeitos da Deliberação no mercado brasileiro, frente ao exemplo da experiência internacional, é importante frisar que não há de se falar em riscos com a edição desta, haja vista constarem delineados na Instrução CVM nº 400, de 2003, os deveres e responsabilidades do ofertante e da instituição líder nas ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, notadamente no que se refere à qualidade das informações fornecidas ao mercado durante a distribuição, bem como as diretrizes que devem ser observadas quando da elaboração e divulgação do material publicitário das ofertas públicas, as quais, uma vez seguidas, já supririam a necessidade de que seja concedida a aprovação prévia desta Autarquia aos referidos materiais.

22. Além disso, a própria Instrução CVM nº 400, de 2003, em seu art. 19, o qual dispõe sobre a suspensão e o cancelamento da oferta de distribuição, fornece à Autarquia mecanismos eficientes para lidar com situações de utilização de materiais publicitários irregulares.

23. Por fim, frisa-se que, no constante aprimoramento da regulamentação, objetivo desta CVM com a edição da Deliberação, almeja-se um equilíbrio entre a eficiência de mercado e a proteção aos investidores, tendo em vista a possibilidade de se estabelecer um processo mais ágil de registro de ofertas públicas de distribuição com a contrapartida de assunção de maior responsabilidade aos participantes envolvidos nas ofertas.

24. Por todo o acima exposto, solicitamos a essa SGE o encaminhamento do Processo em referência para superior apreciação do Colegiado da CVM, tendo esta SDM e o Diretor Carlos Rebelo como relatores do caso.

¹Art. 50. A utilização de qualquer texto publicitário para oferta, anúncio ou promoção da distribuição, por qualquer forma ou meio veiculados, inclusive audiovisual, dependerá de prévia aprovação da CVM e somente poderá ser feita após a apresentação do Prospecto Preliminar à CVM.

²Art. 4º Considerando as características da oferta pública de distribuição de valores mobiliários, a CVM poderá, a seu critério e sempre observado o interesse público, a adequada informação e a proteção ao investidor, dispensar o registro ou alguns dos requisitos, inclusive divulgações, prazos e procedimentos previstos nesta Instrução.

³Art. 50. (...) §2º O material publicitário não poderá conter informações diversas ou inconsistentes com as constantes do Prospecto e deverá ser elaborado em linguagem serena e moderada, advertindo seus leitores para os riscos do investimento.

⁴Code of Federal Regulations), §230.405 Definition of terms. (...)

Free writing prospectus. Except as otherwise specifically provided or the context otherwise requires, a free writing prospectus is any written communication as defined in this section that constitutes an offer to sell or a solicitation of an offer to buy the securities relating to a registered offering that is used after the registration statement in respect of the offering is filed (or, in the case of a well-known seasoned issuer, whether or not such registration statement is filed) and is made by means other than:

(1) A prospectus satisfying the requirements of section 10(a) of the Act, Rule 430 (§ 230.430), Rule 430A (§ 230.430A), Rule 430B (§ 230.430B), Rule 430C (§ 230.430C), Rule 430D (§ 230.430D), or Rule 431 (§ 230.431);

(2) A written communication used in reliance on Rule 167 and Rule 426 (§ 230.167 and § 230.426); or

(3) A written communication that constitutes an offer to sell or solicitation of an offer to buy such securities that falls within the exception from the definition of prospectus in clause (a) of section 2(a)(10) of the Act.

⁵Cabe mencionar que, apesar disso, os países que integram o bloco da União Europeia possuem a competência para, eventualmente, adotar regras específicas.

Atenciosamente,

Claudio R. B. Benevides

Chefe

De acordo. Ao SGE.

Antonio Carlos Berwanger

Superintendente de Desenvolvimento de Mercado



Documento assinado eletronicamente por **Cláudio do Rego Barros Benevides, Analista**, em 02/05/2019, às 13:12, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Antonio Carlos Berwanger, Superintendente**, em 21/05/2019, às 20:13, 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 **0749250** e o código CRC **FF29C87C**.
This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **0749250** and the "Código CRC" **FF29C87C**.