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

RELATÓRIO DE ANÁLISE

Audiência Pública SDM nº 05/17 – Processo CVM SEI nº 19957.006558/2017-84

Objeto: Alterações na Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009 e na Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003.

Introdução

Este relatório foi elaborado pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM, para apresentar ao Colegiado as sugestões enviadas na Audiência Pública SDM nº 05/17, que recebeu comentários do público entre os dias 11 de dezembro de 2017 e 23 de fevereiro de 2018.

A audiência teve como objeto minuta de instrução ("Minuta") que propõe alterações na Instrução CVM nº 476, de 2009 e na Instrução CVM nº 400, de 2003, com o intuito de: (i) dispensar a restrição de negociação (**lock up**) de 90 (noventa) dias para títulos de dívida decorrentes do exercício do contrato de garantia firme; (ii) permitir a realização do serviço de estabilização de preços no âmbito de uma oferta realizada com esforços restritos, vinculado ao exercício do lote suplementar (**green shoe**); e (iii) promover alterações pontuais no regime da oferta pública de valores mobiliários com esforços restritos como, por exemplo, a fixação de um prazo máximo para oferta e a proibição de troca das características essenciais da oferta após o seu início.

As manifestações na audiência pública recebidas tempestivamente estão disponíveis na íntegra na página da CVM na rede mundial de computadores[1], razão pela qual os comentários e sugestões apresentados são citados neste relatório de forma resumida. Sugestões relativas a alterações ortográficas e a ajustes meramente redacionais não estão citadas, mas foram levadas em consideração na elaboração da proposta definitiva de instrução.

Para melhor descrever e comentar as sugestões recebidas, o relatório está organizado da seguinte forma:

[1] Cf. http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2017/sdm0517.html.

Conteúdo do relatório

1. Participantes da audiência pública 3

2. Comentários à Minuta 3

2.1. Vinculação da opção de distribuição de lote suplementar à atividade de estabilização de preços (art. 5º-B da ICVM 476 e art. 24 da ICVM 400) 3

2.2. Modelo de contrato de estabilização de preços (art. 5º-C da ICVM 476, de 2009) 10

2.3. Prazo de quatro meses para realização de nova oferta pública com esforços restritos de valores mobiliários da mesma espécie (art. 9º da Instrução CVM nº 476, de 2009)13

2.4. Cessão do direito de prioridade (art. 9º-A da Instrução CVM nº 476, de 2009) 15

2.5. Dever de diligência do intermediário líder da oferta (art. 11 da Instrução CVM nº 476, de 2009) 17

2.6. Exclusão do lock up de 90 dias para lote de garantia firme de colocação (art. 13 da Instrução CVM nº 476, de 2009) 17

2.7. Divulgação de demonstrações financeiras (art. 17 da ICVM 476, de 2009) 19

2.8. Troca de instituição intermediária líder e de espécie, série e classe de valores mobiliários ofertados (art. 3º-A da ICVM 476) 22

2.9. Prazo máximo da oferta (art. 8º-A da ICVM 476, de 2009) 26

2.10. Obrigações dos administradores (arts. 10-A, 10-B e 11-A da Instrução CVM nº 476, de 2009) 28

3. Proposta definitiva de instrução 29

1. Participantes da audiência pública

Os seguintes participantes manifestaram-se na audiência pública: (i) Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança ("ABECIP"); (ii) Associação Brasileira das Companhias Abertas ("ABRASCA"); (iii) Associação de Investidores no Mercado de Capitais ("AMEC"); (iv) Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais ("ANBIMA"); (v) B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão ("B3"); (vi) Bem - Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda. ("Bem DTVM"); (vii) Cascione, Pulino, Boulos & Santos Advogados ("Cascione Pulino Advogados"); (viii) CaselliNavarro Advogados; (ix) Comissão de Mercado de Capitais da Ordem dos Advogados do Brasil – Seccional do Rio de Janeiro ("CMCAP"); (x) Instituto dos Auditores Independentes do Brasil ("IMBRACON"); (xi) Negrão, Ferrari & Associados Advogados ("NF&A"), (xii) Pinheiro Guimarães; e (xiii) Stocche, Forbes, Padis, Filizzola, Clápis, Passaro, Meyer e Refinetti Advogados ("Stocche Forbes").

2. Comentários à Minuta

2.1. Vinculação da opção de distribuição de lote suplementar à atividade de estabilização de preços (art. 5º-B da ICVM 476 e art. 24 da ICVM 400)

ABRASCA, B3, CMCAP e Pinheiro Guimarães acreditam ser equivocada a proposta de vinculação da opção de lote suplementar ao serviço de estabilização de preços de todos e quaisquer valores mobiliários, tanto nas ofertas públicas tradicionais quanto nas ofertas com esforços restritos.

Os participantes argumentam que a opção de lote suplementar vem sendo utilizada para atender a um eventual excesso de demanda verificado no âmbito da oferta, sem que isso tenha trazido qualquer prejuízo ao mercado. Pelo contrário, a utilização do lote suplementar para atender excessos de demanda vem se mostrado extremamente benéfica ao mercado, permitindo alocação eficiente da oferta, atendendo a interesse tanto de emissores quanto de investidores. Para os participantes, a referida proposta poderia prejudicar prática permitida e amplamente realizada pelos agentes do mercado de capitais.

Os participantes também salientam que a existência de excesso de demanda é particularmente relevante no caso de valores mobiliários de renda fixa, visto que tais títulos não possuem mercado secundário líquido. Nesses casos, o lote suplementar é utilizado, principalmente, para suprir a demanda do mercado, sem prejuízo – e muitas vezes de maneira complementar – à emissão do lote adicional previsto no art. 14 da Instrução CVM nº 400, de 2003.

Já a vinculação da opção de lote suplementar ao serviço de estabilização de preços ocorre no tocante à estabilização de preços de ações no mercado secundário. Portanto, a vinculação à estabilização de preços deveria estar restrita às ações, tendo em vista que esses valores mobiliários são mais suscetíveis à oscilação de preços no mercado, não se justificando a vinculação proposta pelo Edital em relação a todos os valores ofertados no mercado, nos termos da proposta de redação do art. 24 da Instrução CVM nº 400, de 2003.

CMCAP afirma que, em que pese a frequente – mas não indispensável – utilização do lote suplementar de maneira associada à contratação de serviços de estabilização, o mercado já assimilou que esse tipo de lote se destina precipuamente ao atendimento do eventual excesso de demanda. Sugere que não se retire do lote suplementar a finalidade de atendimento a eventual excesso de demanda, mas que se acresça à norma uma segunda finalidade para esse tipo de lote, garantindo uma dupla finalidade ao lote suplementar.

B3 sugere alteração nas redações dos artigos desvinculando lote suplementar a serviço de estabilização de preços. Já Pinheiro Guimarães entende que inexiste a necessidade de alterar a redação vigente para o art. 24 da Instrução CVM nº 400, de 2003, e sugere que a redação seja equiparada no art. 5º-B da Instrução CVM nº 476, de 2009, de modo que não haja vinculação do lote suplementar ao serviço de estabilização de preços.

B3, ABRASCA e Pinheiro Guimarães solicitam alternativamente – caso a CVM não acate a proposta de desvinculação do lote suplementar à contratação de serviços de estabilização – que tal vinculação seja prevista apenas para ofertas públicas de distribuição de ações, não se aplicando a outros valores mobiliários de renda fixa e cotas de fundos de investimento.

CMCAP e B3 entendem que a distinção entre o lote suplementar e o lote adicional não deveria ser feita em razão de sua destinação, mas em função daquele a quem compete a decisão a

esse respeito (ofertante ou intermediário), conforme o tratamento atualmente conferido na Instrução CVM nº 400, de 2003.

CMCAP cita o art. 14 da Instrução CVM nº 400, de 2003, que dispõe que o lote adicional é prerrogativa do ofertante, que pode, a seu exclusivo mérito, aumentar o volume inicial da oferta, independentemente de excesso de demanda ou de qualquer outra justificativa. Portanto, o lote adicional seria um lote não causal. Por sua vez, de acordo com a redação atual do art. 24, o lote suplementar é prerrogativa do coordenador líder, a ser exercida caso este apure o excesso de demanda pelos valores mobiliários no decorrer da oferta. Portanto, o lote suplementar seria um lote causal dependendo da verificação do excesso de demanda.

Ambas entendem ser prerrogativa do intermediário líder a decisão de optar pelo aumento do volume da operação através do lote suplementar, a partir de sua expertise e da verificação da alta procura pelos valores mobiliários ofertados.

A CVM não considera que os argumentos trazidos pelos participantes nesta Audiência Pública sejam suficientes para alterar a lógica de vinculação do lote suplementar ao exercício de estabilização de preços.

Conforme sugerido no Edital de Audiência Pública SDM nº 05/2017, a referida vinculação se baseou em amplo estudo realizado pela Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos – ASA, em novembro de 2017, o qual tinha como objetivos verificar: (i) se a oferta de lote suplementar se justifica para além de se possibilitar uma subsequente operação de estabilização; e (b) se o mecanismo de estabilização por meio de recompra de parte ou todo o lote suplementar é compatível com a lógica de colocação restrita prevista na Instrução CVM nº 476, de 2009.

Em relação ao primeiro objetivo, o estudo da ASA concluiu que "*justifica-se a pertinência de se propor uma revisão da ICVM nº 400 no que se refere a uma descrição mais detalhada e explícita do mecanismo da opção de lote suplementar, tal como sua relação com a constituição de um agente estabilizador no período imediatamente posterior à oferta*".

Tal conclusão foi subsidiada por uma análise de direito comparado, por meio da qual se demonstrou que, na maioria das jurisdições, o exercício da opção de lote suplementar pelo intermediário (**greenshoe option**) está restrito ao limite 15% (quinze por cento) do valor da oferta e vinculado à hipótese de estabilização de preços.

Conforme destacado pelo estudo, a atividade estabilizadora está sujeita a regramento próprio nos Estados Unidos (Regra 104 da Regulação M) e na União Europeia (Regulação da Comissão Europeia nº 2.273/2003), os quais especificam os casos onde a intervenção no mercado visando influenciar o comportamento de preços é permitida.

No Brasil, a regulamentação vigente não tratou especificamente da atividade de estabilização de preços, apenas autorizando-a no âmbito das ofertas públicas de valores mobiliários.

Por esse motivo, muitos participantes trouxeram interpretações da regulamentação vigente para justificarem a manutenção das regras atinentes ao lote suplementar, tanto no que tange as ofertas tradicionais quanto as de esforços restritos, segundo a qual não somente o lote adicional (no limite de 20% do valor da oferta), mas também o lote suplementar (no limite de 15%), são utilizados para endereçar eventual excesso de demanda, principalmente nas ofertas públicas de títulos de renda fixa nas quais a estabilização de preços não seria cabível.

A CVM entende que tais considerações não são aplicáveis ao presente contexto, tendo em vista que a instrução alteradora visa justamente promover o aprimoramento da regulamentação vigente.

Como benefícios advindos desse aprimoramento – referido no próprio estudo da ASA e no Edital desta audiência pública – temos, por exemplo: (i) maior transparência com relação ao funcionamento e à finalidade da oferta de opção de opção de lote suplementar; (ii) alinhamento com as práticas observadas internacionalmente; e (iii) redução de risco de práticas abusivas envolvendo a oferta de opção de lote suplementar.

Por fim, a CVM não considerou pertinente que fosse feita uma diferenciação na utilização dos lotes suplementar e adicional em razão do valor mobiliário ofertado, de modo a

vinculá-lo à estabilização de preços somente no caso das ofertas por ações.

Ainda que entenda que a aplicação da estabilização nas ofertas de títulos de renda fixa é limitada, a CVM acredita que a utilização do lote suplementar ou do lote adicional deve se dar em razão de sua finalidade, independente de se tratar de oferta de títulos de renda fixa ou variável.

Por esse motivo, foram promovidas alterações nos artigos 5º- B e 5º-C da Instrução CVM nº 476, de 2009, de modo a desvincular o lote suplementar às ofertas públicas de ações, de modo tal interpretação seja aplicável para todos os valores mobiliários.

Além dos comentários acima, alguns participantes trouxeram argumentos específicos relacionados à Instrução CVM nº 476, de 2009, os quais são reproduzidos a seguir.

ABRASCA, ANBIMA, B3 e CMCAP mencionam o voto proferido pelo Diretor Pablo Renteria (no Processo Administrativo CVM nº RJ2014/13261) para argumentarem que o regime regulatório previsto na Instrução CVM nº 476, de 2009, não estabelece restrições à quantidade de valores mobiliários ofertados, de modo que não haveria impeditivos ao aumento da quantidade de valores mobiliários ofertada para atender a eventual excesso de demanda identificado durante o procedimento da oferta pública com esforços restritos, seja de renda fixa ou variável.

ABRASCA argumenta, adicionalmente, que a dispensa de registro prevista na Instrução CVM nº 476, de 2009, não se vincula à quantidade de valores mobiliários ofertada, de modo que não haveria razão para estabelecer qualquer limitação para a opção de lote suplementar – e por isso sugere alteração na redação do artigo 5º-B, retirando a previsão do limite de 15% da quantidade inicialmente ofertada.

Nessa linha, B3 e ABRASCA propõe alterações aos artigos 5º-B e 5º-C a fim de clarificar que nas ofertas com esforços restritos, além do lote suplementar, a quantidade de valores mobiliários ofertados pode ser aumentada por lote adicional.

CMCAP sugere que a possibilidade de majoração do volume de valores mobiliários inicialmente ofertados (sob a égide da Instrução CVM nº 476, de 2009) por meio do exercício de lote suplementar seja estendida a todos os tipos de valores mobiliários, e não somente às ações.

A CVM não entende que os argumentos trazidos pelos participantes justificam uma alteração no regime proposto para o lote suplementar nos arts. 5º-B e 5º-C da Instrução CVM nº 476, de 2009. O estudo da ASA, acima referido, deixa claro que sua recomendação de vinculação do lote suplementar à estabilização de preços se aplicaria tanto às ofertas públicas no âmbito da Instrução CVM nº 400, de 2003, quanto às ofertas com esforços restritos.

Ainda assim, os participantes trazem um argumento adicional – a respeito da inexistência de restrição à quantidade de valores mobiliários ofertados nas ofertas com esforços restritos – sobre o qual vale tecer algumas considerações adicionais.

De fato, conforme manifestado pelo Colegiado no âmbito do Processo Administrativo CVM nº RJ2014/13261, não há limitação quanto à quantidade de valores mobiliários ofertados no âmbito das ofertas com esforços restritos, de modo que o emissor poderá aumentar a oferta de títulos, no caso de excesso de demanda no mercado primário, sem a necessidade de previsão de lote adicional (observando-se sempre as limitações relacionadas à qualificação do investidor como profissional e à quantidade máxima de investidores procurados e adquirentes, nos termos dos artigos 2º e 3º).

Justamente por esse fato, não procede a sugestão de alguns participantes de inclusão de previsão de lote adicional na Instrução CVM nº 476, de 2009, com a finalidade de endereçar o excesso de demanda. Nesse sentido, vale salientar que o ofertante é livre para aumentar a quantidade de ações que serão ofertadas em relação ao montante inicialmente previsto, inclusive reproduzindo a sistemática do lote adicional existente nas ofertas públicas registradas ou até mesmo superando o percentual de 20%.

A oferta pública com esforços restritos segue o regime de oferta dispensada de registro e, como tal, deve ser notificada à CVM no momento de seu início e no momento do encerramento, não sendo exigida a fixação da quantidade máxima de valores mobiliários ofertados (conforme disposto no art. 7º-A), a qual dependerá do interesse dos investidores em

adquirir tais títulos a partir da primeira procura de eventuais investidores.

Ainda que o regime de lote adicional se mostre incompatível com a sistemática da Instrução CVM nº 476, de 2009, o mesmo não pode ser dito em relação ao lote suplementar.

Isso porque a operação de estabilização de preços pressupõe o encerramento da oferta, de modo que o estabelecimento de um percentual máximo de 15% sobre o montante ofertado junto aos investidores se mostra factível e compatível com o regime das ofertas públicas com esforços restritos.

Em complemento aos demais participantes, ANBIMA salienta que, pelo fato de que o lote suplementar nas ofertas públicas de valores mobiliários de renda fixa sempre esteve atrelado ao excesso de demanda, a combinação entre este lote e o adicional possibilitava o aumento da oferta em até o limite de 35%. Logo, ao atrelar o lote suplementar à estabilização, as ofertas de renda fixa (no âmbito da Instrução CVM nº 400, de 2003) que destinavam o referido percentual para finalidade de excesso de demanda sofrem um impacto colateral.

Apesar disso, a associação concorda com a visão da CVM de que seria oportuno vincular o conceito de lote suplementar à finalidade de estabilização de preços, conforme praticado em outras jurisdições – mas não por meio da instrução alteradora ora em discussão.

Alternativamente, ANBIMA sugere que a vinculação dos lotes suplementar e adicional a finalidades diversas (com os seus respectivos percentuais) seja implementada no âmbito do estudo para revisão das normas de ofertas públicas que vem sendo desenvolvido pela CVM, conforme mencionado no edital desta audiência pública. Desse modo, a CVM poderia melhor avaliar a conveniência de ampliar o limite na quantidade de valores mobiliários de renda fixa que podem ser ofertados via lote adicional para suprir o excesso de demanda.

Conforme apontado, a CVM considera que já possui elementos suficientes para efetivar a vinculação do lote suplementar à finalidade de estabilização de preços, tanto no âmbito da Instrução CVM nº 400, de 2003, quanto no âmbito da Instrução CVM nº 476, de 2009.

Ainda assim, a CVM reconhece que o percentual da oferta reservado para atender ao

excesso de demanda será reduzido em razão da referida mudança dos atuais 35% para 20% e isso pode ter algum impacto para os demais valores mobiliários que não sejam ações.

Nesse contexto, a partir de eventuais limitações a serem observadas com a aplicação desta nova regra, a CVM poderá avaliar a conveniência de se aumentar o percentual máximo do lote adicional nas ofertas públicas de valores mobiliários, inclusive a partir do âmbito do estudo que vem sendo realizado para aprimorar o arcabouço regulatório vigente sobre ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários.

Para o momento, a CVM entende que as instituições intermediárias das ofertas públicas de valores mobiliários deverão incorporar esse novo limite fixado para o lote adicional, de modo que outras soluções negociais deverão ser pensadas para lidar com eventual excesso de demanda – como por exemplo, ajustes na precificação do valor mobiliário ofertado ou alterações na quantidade de valores mobiliários que compõem a oferta-base.

B3 notou que, na alteração da redação proposta na Minuta, houve a supressão da obrigatoriedade de que o montante do lote suplementar constasse no prospecto da oferta. Quanto a isso, a participante entende que tal obrigação deveria ser mantida, de modo a garantir a transparência nos procedimentos da oferta. Propõe alterações na redação do art. 24, de forma a manter a obrigatoriedade do montante do lote suplementar constar no prospecto.

As alterações propostas pela B3 foram consideradas pertinentes e estão refletidas na versão final da norma.

2.2. Modelo de contrato de estabilização de preços (art. 5º-C da ICVM 476, de 2009)

AMEC se disse favorável e elogiou a iniciativa da CVM de prever um modelo de contrato de estabilização, bem como a possibilidade de supervisão desses contratos pela Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários – SMI.

No entanto, a associação reconheceu que pode haver um problema de assimetria de informações por parte do estabilizador – e, por isso, sugere que o contrato padrão (que a CVM

venha a aprovar) inclua cláusula exemplificativa a respeito da dedução do eventual lucro das operações das comissões recebidas por aquele agente.

AMEC acredita que a presença desta cláusula não mandatória no contrato seria suficiente para balizar o comportamento dos agentes de mercados, no melhor espírito das finanças comportamentais atualmente estudadas pela CVM. Sugere, por fim, que a eventual omissão da cláusula poderia ser objeto de menção específica nos materiais públicos referentes à operação.

ANBIMA concorda com a proposta de modelo de contrato a ser definido pela entidade administradora de mercados organizados nos termos do caput do art. 5º-C, mas entende que a Instrução CVM nº 476, de 2009, não deve dispor sobre os procedimentos específicos atinentes a esses contratos (que já são aplicados por força da Deliberação CVM nº 476, de 2009). Dessa forma, sugere alteração da redação do artigo para excluir os incisos I e II do art. 5º-C.

A associação também sugere a exclusão do parágrafo único do referido artigo (que prevê o envio do contrato de estabilização à SMI), pois entende o envio de documentação no decorrer da oferta com esforços com esforços restritos contraria a sistemática da Instrução CVM nº 476, de 2009 – segundo a qual a CVM não analisa previamente documentos relacionados a oferta – podendo prejudicar sua celeridade e dinâmica.

B3 entende ser apropriado que as entidades administradoras fixem diretrizes para o referido contrato. No entanto, ao contrário da proposta na Minuta (de que as entidades administradoras de mercado fixem modelo de contrato), o participante sugere que a entidade administradora de mercado prescreva "clausulas mínimas" que devem constar nesses contratos, dispondo sobre:

(i) período durante o qual o serviço será realizado;
(ii) quantidade máxima de valores que poderão ser adquiridos;
(iii) estipulação de parâmetros de preços das ofertas de venda e de compra estabilizadoras;
(iv) informações a serem obrigatoriamente prestadas pela instituição responsável pela estabilização; e
(v) proibição de realização e manutenção, simultaneamente, de mais de uma oferta de compra ou de venda relativa aos valores mobiliários objeto de estabilização a preços diferenciados.

B3 sugere que tais cláusulas mínimas sejam aprovadas pela CVM, para que se possa alinhar o conteúdo delas com os contratos recorrentemente utilizados nas ofertas realizadas no âmbito da Instrução CVM nº 400, de 2003.

CMCAP é favorável à fixação de parâmetros procedimentais mínimos nos contratos de estabilização, com vistas a garantir transparência das negociações realizadas e a mitigação das possibilidades de manipulação de mercado.

Contudo, assim como a B3, entende que não é conveniente a obrigatoriedade de adoção integral de um modelo de contrato, uma vez que tal medida poderia desestimular os ofertantes a contratarem serviços de estabilização de preços caso o padrão contratual venha a conter dispositivos com os quais eles não concordem.

Pinheiro Guimarães sugere ajustes ao parágrafo único do art. 5º-C, a fim de prever que somente a minuta do contrato deve ser enviada à SMI antes o início da oferta, de modo que o contrato assinado pudesse ser encaminhado quando do encerramento da oferta pelo ofertante e/ou pela instituição intermediária líder.

Conforme exposto na subseção anterior, a atividade de estabilização de preços possui riscos a ela atrelados no que tange à manipulação de preços, os quais são endereçados no âmbito da Instrução CVM nº 400, de 2003, na medida em que tais contratos são aprovados previamente pela CVM. Em se tratando de ofertas dispensadas de registro, as ofertas com esforços restritos demandam um procedimento diferenciado de modo a mitigar tais problemas.

Nesse sentido, a CVM optou pela manutenção da sistemática atinente aos contratos de estabilização proposta na audiência pública, segundo a qual a entidade administradora de mercados organizados deve definir um modelo padronizado que norteará a celebração de tais contratos.

Ainda assim, foram realizadas alterações no atual § 1º do art. 5º-C da Instrução CVM nº 476, de 2009, a fim de deixar claro que a entidade administradora de mercado deve estabelecer esse modelo por meio da definição de cláusulas mínimas (com base nos contratos de estabilização que já estão amplamente padronizados no mercado de capitais brasileiro), as quais

serão aprovadas previamente pela CVM.

Este racional permanece em linha com o posicionamento da CVM quanto à importância de receber o contrato para fins de supervisão da negociação pelo agente estabilizador após o fechamento da oferta e sua conformidade com as cláusulas e condições do contrato.

Ademais, vale ressaltar que a finalidade precípua do encaminhamento desta documentação à CVM não é fazer uma análise da documentação vinculada à oferta, mas sim como essa atividade será executada pelo agente estabilizador.

A CVM também fez alterações na redação do atual § 2º do art. 5º-C da Instrução CVM nº 476, de 2009 (parágrafo único da Minuta) com a finalidade de esclarecer que o contrato de estabilização assinado (e não uma minuta preliminar) deve ser enviado pelo intermediário líder à SMI antes do início da atividade de estabilização, e não antes do início da oferta.

Por fim, em relação à sugestão da AMEC (de que fosse incluída cláusula exemplificativa a respeito da dedução do eventual lucro das operações das comissões recebidas por aquele agente), a CVM não acatou tal proposta por entender que ela não é compatível com o modelo proposto e com as preocupações que o regulador do mercado de capitais possui a partir da atuação do agente estabilizador.

2.3. Prazo de quatro meses para realização de nova oferta pública com esforços restritos de valores mobiliários da mesma espécie (art. 9º da Instrução CVM nº 476, de 2009)

CMCAP entende que não haveria justificativa para que uma oferta cancelada obstasse a realização de nova oferta (nos termos do **caput** do art. 9º), em prazo inferior a quatro meses, tendo em vista que não houve a efetiva colocação dos valores mobiliários junto a qualquer investidor, razão pela qual restará preservada a limitação ao número de investidores trazida pela Instrução CVM nº 476, de 2009, quando da realização e conclusão de uma segunda oferta da mesma modalidade. Sugere, então, que seja mantida a redação original do **caput**, retirando a expressão "*ou do cancelamento*" da redação.

ANBIMA sugere um ajuste na redação do § 2º do art. 9º (que obriga o ofertante a comunicar ao intermediário líder a ocorrência de ofertas públicas com esforços restritos dentro do prazo previsto no **caput**) para explicitar o dever do ofertante de informar somente as ofertas públicas com esforços restritos da mesma espécie de valores mobiliários, de forma a equalizar com o disposto no caput, propondo a inclusão da expressão "*da mesma espécie de valores mobiliários distribuídos*" no parágrafo.

Além disso, a associação deseja alinhar o entendimento de que a oferta é iniciada a partir do envio de comunicado de início de oferta pública com esforços restritos nos termos do art. 7º-A da Instrução CVM nº 476, de 2009.

Cascione Pulino Advogados também sugere ajuste no § 2º do art. 9º a fim de deixar claro que a obrigação contida no referido parágrafos não se aplica no caso dos "*ofertantes de valores mobiliários objeto das ofertas previstas no § 1º do artigo 9º da presente Instrução*".

Por fim, B3 sugere a inclusão das debêntures de infraestrutura (referidas na Lei nº 12.431 de 24 de junho de 2011) ao rol de exceções do § 1º do art. 9º, uma vez que tais títulos, quando emitidos, são vinculados a um projeto específico de infraestrutura, que pode demandar diversas captações de recursos em um período inferior a quatro meses para que possa ser implementado.

Inicialmente, é importante salientar que não houve inovação do posicionamento da CVM quanto a essa questão, uma vez que o cancelamento já vinha sendo entendido como uma forma de encerramento e a redação proposta buscou deixar esse ponto mais claro. Tal posição consta inclusive do ofício circular da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários - SRE.

Assim, entende-se que a restrição de 4 meses para realização da segunda oferta, referida no **caput** do art. 9º, deve abranger os casos de cancelamento da oferta, uma vez que já houve a procura inicial por investidores (nos termos do art. 7º-A), ainda que tal oferta não tenha obtido sucesso.

Ainda assim, nos casos de ofertas públicas com esforços restritos que sejam canceladas, mesmo tendo em vista que a finalidade de tal restrição é evitar que sejam realizadas ofertas sucessivas em um curto espaço de tempo, de modo a burlar a limitação ao número de investidores

procurados no âmbito de uma oferta, a CVM poderá avaliar a conveniência de se reduzir o prazo previsto para uma nova oferta no âmbito do estudo em curso sobre regimes de registro de ofertas públicas.

Em relação ao § 2º do art. 9º, a CVM acatou as propostas de alteração de redação feitas pelos participantes, com a finalidade de deixar claro que tal obrigação não é aplicável aos ofertantes de valores mobiliários objeto das ofertas excetuadas no § 1º e está restrita às ofertas da mesma espécie e classe de ações.

Quanto ao questionamento feito pela ANBIMA sobre o marco inicial para verificação do início da oferta, a CVM entende que a data a ser considerada nesse caso é aquela em que a oferta foi de fato iniciada (i.e. em que houve a primeira procura a potenciais investidores), a qual atualmente já é informada em campo específico da comunicação de início da oferta prevista no art. 7º-A. O mesmo raciocínio se aplica em relação à data de encerramento da oferta, a qual deverá constar no comunicado de encerramento previsto no art. 8º da Instrução CVM nº 476, de 2009.

Por fim, não se considerou procedente, em virtude do racional sobre o qual a regra está construída, diferenciar as debêntures de infraestrutura das demais.

2.4. Cessão do direito de prioridade (art. 9º-A da Instrução CVM nº 476, de 2009)

ANBIMA sugere ajuste ao final do inciso I do art. 9º-A – por meio da inclusão da expressão "*observado o § 1º do art. 5º-B*" – de modo a não restar dúvida quanto à possibilidade de afastamento do direito de prioridade no caso de outorga do lote suplementar de ações para atividade de estabilização de preços nas ofertas públicas.

B3 acredita que a CVM deve deixar mais clara a extensão da proibição de cessão do direito de prioridade na subscrição de aumento de capital nas ofertas com esforços restitos, de modo a explicitar que tal proibição não é aplicável para as cessões realizadas entre os próprios acionistas da companhia emissora. Desse modo, o participante sugere a adição da expressão "*a terceiros que não sejam acionistas*" ao final da redação do § 5º do art. 9º-A.

Pinheiro Guimarães sugere a exclusão do § 5º do art. 9º-A (que versa acerca da inadmissibilidade de cessão do direito de prioridade pelos acionistas) por entender que o direito de prioridade possui natureza semelhante à do direito de preferência constante no art. 171 da Lei das S.A., sendo que a cessão do direito de preferência é permitida nos termos da legislação vigente. O escritório cita José Luiz Bulhões Pedreira o qual argumenta que "*a faculdade de ceder o direito de preferência propicia ao acionista a possibilidade de obter uma compensação pela desvalorização de suas ações, que usualmente ocorre após o aumento de capital*".

Somado a isso, o escritório menciona o art. 21 da Instrução CVM nº 400, de 2003 (que trata do direito de prioridade nas ofertas públicas tradicionais), o qual não contém qualquer restrição à cessão para terceiros de referido direito. Na visão do participante, não deveria haver um regime regulatório distinto entre as ofertas da Instrução CVM nº 400, de 2003, e as ofertas com esforços restritos, tendo em vista que – no que se refere à oferta prioritária – o rol de acionistas acessados é idêntico entre ambos os tipos de ofertas.

A CVM acatou a sugestão de alteração de redação do inciso I do art. 9º-A, de modo a deixar explícita a exceção à regra especificada no § 1º do art. 5º-B.

Além disso, a CVM modificou a redação do § 5º do art. 9º a fim de deixar claro que a restrição à cessão de direito de prioridade somente se aplica no caso de terceiros que não são acionistas, tendo em vista que esses estão fora do quadro acionário da emissora.

Já em relação à sugestão de exclusão da inadmissibilidade de cessão do direito de prioridade pelos acionistas, a CVM não acatou a sugestão do participante.

Ainda que reconheça que a solução adotada nesse caso difere do regime aplicável à preferência (nos termos da Lei das S.A.) ou à prioridade (nos termos da Instrução CVM nº 400, de 2003), esta Autarquia entende que é justificável o tratamento diferenciado nesses casos para limitar o número de investidores que terão acesso a uma oferta realizada sob o regime de esforços restritos, respeitado o fundamento primordial associado ao direito de prioridade nas ofertas com esforços restritos, que é evitar a diluição dos acionistas da companhia.

2.5. Dever de diligência do intermediário líder da oferta (art. 11 da Instrução CVM nº 476, de 2009)

ANBIMA propõe alterações nos incisos XI e XII do art. 11 referentes às obrigações do intermediário líder na oferta. Desse modo, a associação entende que o líder deve "*adotar diligências para*" certificar-se de que a oferta foi direcionada exclusivamente a investidores profissionais (uma vez que o intermediário líder não tem acesso aos investidores os quais fazem seus pedidos de investimentos), bem como "*adotar diligências para*" assegurar o cumprimento efetivo dos limites impostos no art. 3º da Instrução CVM nº 476, de 2009.

Somado a isso, ANBIMA requer ajustes no inciso XIII para esclarecer que o intermediário líder deverá adotar diligências para "*obter o comunicado do ofertante*" sobre a ocorrência de outras ofertas públicas da dentro do prazo de quatro meses previsto no art. 9º.

A CVM entende que as propostas de alteração formuladas pelo participante não devem ser acatadas, pois as obrigações do intermediário líder a que se referem os incisos XI e XII, além de serem objetivas, dependem de ações do próprio intermediário. Ou seja, não se trata aqui de verificar a consistência e veracidade de informações prestadas pelo emissor, por exemplo, mas sim da própria atividade central a ser conduzida pelo intermediário em uma oferta, qual seja, a busca de investidores para a aquisição de valores mobiliários no âmbito de uma oferta.

Além disso, um dos objetivos da presente alteração no regime das ofertas com esforços restritos foi justamente promover uma melhor delimitação das responsabilidades dos participantes dessas ofertas dispensadas de registro (nas quais o intermediário líder funciona como **gatekeeper**), de modo a garantir que os limites e salvaguardas contidos na norma sejam integralmente respeitados.

2.6. Exclusão do lock up de 90 dias para lote de garantia firme de colocação (art. 13 da Instrução CVM nº 476, de 2009)

ABECIP, ANBIMA, B3, Cascione Pulino Advogados, CMCAP e Pinheiro Guimarães sugerem que a exceção ao período de **lock up** não se limite aos valores mobiliários previstos nos

incisos I e III do § 1º do art. 1º da Instrução CVM nº 476, de 2009 (debêntures não conversíveis em ações e notas comerciais), mas inclua outros valores mobiliários de renda fixa.

Em resumo, os participantes sugerem que sejam incluídos no rol de exceções ao **lock up** de 90 dias no caso do lote de garantia firme ABECIP de que trata o inciso II do art. 13 os seguintes valores mobiliários: certificados de recebíveis imobiliários ou do agronegócio (inciso V do § 1º do art. 1º), cotas de fundos de investimentos fechados (inciso IV) e letras financeiras (inciso VI).

Além da inclusão de outros valores mobiliários no rol da dispensa do **lock up**, os participantes também sugeriram aprimoramentos em relação às condições para efetivação da referida dispensa (parágrafo único do art. 13).

Nesse sentido, B3 entende que a contagem do período de **lock up** deve se dar quando da aquisição pelo intermediário, e não a partir da aquisição pelo adquirente – conforme disposto no inciso I do parágrafo único. A solução proposta seria prejudicial tanto para os coordenadores (que teriam dificuldades em alienar os valores mobiliários) como para os adquirentes (que ficariam com restrição após o fim do **lock up** dos investidores que realizaram a subscrição no mercado primário).

Cascione Pulino Advogados sugere, em raciocínio análogo à B3, que o período de **lock up** seja contado a partir da data do exercício da garantia firme pelos coordenadores, e não na data de transferência para terceiros.

Em relação ao preço de transferência dos valores mobiliários, ANBIMA argumenta que não deve haver ganho por parte dos intermediários ao transferir títulos a novos investidores profissionais, dentro do prazo de 90 dias. Ainda assim, a associação salienta que o preço do ativo não necessariamente será o mesmo do momento da oferta pública, de modo que propõe que a condição estabelecida no inciso III do art. 13 (referente a negociação nos mesmos preços e condições da oferta inicial), seja substituída pela expressão "*observado o preço do ativo na curva*".

No mesmo sentido, B3 concorda que deve haver limitação ao preço praticado pelo intermediário líder quando este transfere a terceiros os valores mobiliários objeto de garantia firme, mas sugere que a expressão "*nos mesmos preços e condições da oferta*" seja substituída por "*no máximo, pelos mesmos preços e condições*" na redação do referido inciso III do art. 13.

Stocche Forbes salienta que os valores mobiliários eventualmente subscritos podem refletir os juros e atualização monetária acumulados no período, razão pela qual propõe a seguinte redação para o inciso: "*a negociação deve se dar nos mesmos preços e condições da oferta, observada a possibilidade de inclusão de juros e correção monetária, nos termos do instrumento jurídico relativo aos valores mobiliários objeto da oferta*".

Em relação à amplitude da exceção contida no inciso II do art. 13 para o período de **lock up** nos casos de exercício de garantia firme por parte dos coordenadores da oferta, a CVM acatou a sugestão dos participantes de estender tal exceção para os certificados de recebíveis imobiliários ou do agronegócio (inciso V do § 1º do art. 1º) e para as letras financeiras (inciso VI), mas não entendeu pertinente estender tal exceção para as cotas de fundos de investimento fechados, por considerar que esses valores mobiliários possuem características estruturais distintas dos valores mobiliários previamente mencionados e que não foram analisadas de forma detalhada no âmbito desta audiência pública.

A CVM acatou as sugestões dos participantes para que o contagem do prazo de **lock up** se inicie "*do exercício da garantia firme pelo intermediário líder*", nos termos do inciso I do parágrafo único do art. 13.

Em relação às condições e ao preço para negociação pelos coordenadores da oferta dentro do período de restrição, a CVM alterou o inciso III a fim de endereçar a proposta dos participantes, permitindo que a negociação se dê "*nas mesmas condições da oferta, podendo o preço valor de transferência ser atualizado em razão da variação do preço do ativo na curva*".

2.7. Divulgação de demonstrações financeiras (art. 17 da ICVM 476, de 2009)

ANBIMA sugere ajustes na redação do inciso IV do art. 17 (para que sejam incluídas as expressões "*após a oferta*" e "*se houver*" ao inciso IV), de modo a esclarecer (i) que a exigência de apresentação das demonstrações financeiras dos últimos três anos pode não ser aplicável às companhias que tenham sido constituídas há um curto período temporal que antecede o início da oferta pública com esforços restritos; e (ii) que a obrigação de que se forneçam demonstrações

financeiras – acompanhadas de notas explicativas e auditadas – se inicia a partir da data da oferta pública com esforços restritos.

Na mesma linha, Stocche Forbes argumenta que os emissores não registrados (normalmente companhias fechadas) os quais não realizaram ofertas públicas não são obrigados a submeter suas demonstrações financeiras a auditores independentes. Seria, portanto, excessivamente oneroso exigir que elas tivessem suas três últimas demonstrações financeiras auditadas retroativamente, tendo em vista que isso poderia inibir o acesso ao mercado a novos emissores.

O participante sugere que a Minuta deixe claro que as obrigações dos emissores consistirão em divulgar: (i) suas 3 (três) últimas demonstrações financeiras, acompanhadas de notas explicativas; e (ii) sempre que disponíveis, os respectivos relatórios dos auditores independentes, considerando que é certo que as demonstrações financeiras posteriores à realização da oferta com esforços restritos necessariamente serão submetidas a auditores independentes, por força do inciso II do mesmo artigo.

B3 sugere a modificação da anterioridade prevista nos incisos III e IV do art. 17 de "*anteriormente ao início das negociações*" para "*até o dia útil anterior ao início das negociações*", com a finalidade para assegurar tempo suficiente para absorção pelos investidores das informações divulgadas, antes do início das negociações, propõe a substituição da expressão. Também sugere que se avalie a aceitação de demonstrações financeiras consolidadas.

Cascione Pulino Advogados entendem que as demonstrações financeiras devem ser divulgadas ao final de cada exercício social, como disposto no art. 176 da Lei nº 6.404, 1976. Isso porque a divulgação das demonstrações financeiras anteriormente ao início de cada negociação de valores mobiliários pode restringir desnecessária e significativamente o acesso de novos emissores ao mercado de capitais, de modo que o participante sugere que se retire da redação do inciso III a expressão "anteriormente ao início das negociações".

Conforme colocado no Edital de Audiência Pública SDM nº 05/2017, as mudanças promovidas no art. 17 tiveram por finalidade esclarecer que o emissor "*deve disponibilizar as três últimas demonstrações financeiras acompanhadas de notas explicativas e do relatório dos auditores independentes*". Somado a isso, tais mudanças buscam fixar claramente a partir de

quando tais demonstrações devem ser disponibilizadas, e por quanto tempo elas devem ser mantidas disponíveis.

Desse modo, não procede a conclusão dos participantes de que a obrigação dos emissores não registrados estaria restrita à disponibilização de demonstrações financeiras não auditadas.

Para fins de clareza, a CVM reformulou o inciso III do art. 17 a fim de determinar que o emissor deve divulgar as demonstrações financeiras dos três últimos exercícios sociais, auditadas por auditor independente, salvo quando ele não as possua por não ter iniciado suas atividades previamente a este período, situação na qual ele deve apresentar apenas aquelas referentes aos exercícios sociais posteriores à sua constituição.

A sugestão da B3 quanto ao marco temporal para divulgação das demonstrações financeiras foi incorporado na redação do inciso III acima mencionado.

Já as obrigações relacionadas à manutenção e divulgação de informações na página do emissor na rede mundial de computadores, pelo prazo de 3 (três) anos, foram transferidas para o § 3º do art. 17 – sobre o qual tecemos comentários no **box** a seguir.

B3 propõe alteração no inciso VI, para que se adeque à redação do § 1º do mesmo artigo, instituindo a obrigação do emissor de divulgar as demonstrações financeiras e os fatos relevantes em sistema disponibilizado pela entidade administradora de mercados organizados.

Além disso, o participante propõe que seja concedido um período de **vacatio legis** de 4 (quatro) meses[2] para os incisos VI e VII, e § 1º do art. 17, para que a entidade administradora de mercados organizados possa implementar as adaptações necessárias no sistema que será por ela disponibilizado para divulgação de informações.

CMCAP também chama atenção para o fato de que as demonstrações financeiras estão disponibilizadas na página da internet do emissor. Por causa disso, considera excessivas e burocráticas as obrigações trazidas no inciso VI e no § 1º do art. 17, de encaminhamento dos fatos

[2] Originalmente, a B3 pediu o prazo de **vacatio legis** de 12 (doze) meses para implementação do sistema de prestação de informações, que foi reduzido para 4 (quatro) meses em manifestação por ligação telefônica em 8 de agosto de 2018.

relevantes e das demonstrações financeiras (já divulgados na página do emissor) no sistema disponibilizado pelas entidades administradoras dos mercados em que os valores mobiliários forem admitidos a negociação.

A CVM promoveu mudanças no § 3º do art. 17, de modo regulamentar o regime de divulgação dos fatos relevantes e das demonstrações financeiras pelo emissor em seu **site** e em sistema disponibilizado pela entidade administradora.

Nos termos do referido parágrafo, "*O emissor deverá divulgar as informações referidas nos incisos III e VI deste artigo: I – em sua página na rede mundial de computadores, mantendo-as disponíveis pelo período de 3 (três) anos; e II – em sistema disponibilizado pela entidade administradora de mercados organizados onde os valores mobiliários estão admitidos à negociação*".

A CVM entende que a existência de um sistema da entidade administradora de mercados organizados que centralize tais informações é extremamente benéfica do ponto de vista da supervisão dessas ofertas pela CVM, bem como da facilitação do acesso a essas informações pelos investidores – não se tratando de uma obrigação excessiva e burocrática, na visão desta Autarquia.

A CVM acatou o pedido da B3 para concessão de **vacatio legis** de 4 (quatro) meses para implementação do sistema, por meio de alteração no art. 5º da versão final desta Instrução alteradora.

2.8. Troca de instituição intermediária líder e de espécie, série e classe de valores mobiliários ofertados (art. 3º-A da ICVM 476)

ABRASCA, Pinheiro Guimarães, CMCAP e Stocche Forbes se manifestaram contra a proposta dos incisos I e II do art. 3º-A de vedar a troca da instituição intermediária líder e da espécie, série e classe dos valores mobiliários ofertados nas ofertas públicas com esforços restritos. Os participantes fazem propostas distintas quanto à delimitação de um limite temporal ao qual a vedação estaria sujeita, especificadas a seguir.

ABRASCA argumenta que a proposta dos incisos I e II do art. 3º-A seria prejudicial aos emissores e ofertantes, pois se criaria situações em que, mesmo que ocorra um inadimplemento contratual por parte de uma instituição líder, o emissor ou ofertante ficaria impedido de substituí-la. Assim, a associação propõe que a troca seja permitida, por exemplo, até a divulgação do fato relevante que comunicar o início da oferta pública.

Já a sugestão de Pinheiro Guimarães é de que o período de vedação à troca transcorra do envio à CVM do comunicado de início da oferta até o envio do comunicado de encerramento.

CMCAP recomenda que se deixe claro na redação dos incisos que as vedações seriam aplicáveis após a comunicação do início da oferta à CVM, enquanto Stocche Forbes propõe que se esclareça o momento em que as vedações se iniciam, sugerindo que seja a partir da primeira procura por potenciais investidores.

Nos termos do art. 7º-A da Instrução CVM nº 476, de 2009, o início da oferta pública com esforços restritos se dá a partir da data da primeira procura a potenciais investidores (informada pelo intermediário líder à CVM no comunicado de início da oferta).

Seguindo essa lógica, as alterações realizadas anteriormente ao referido marco temporal não tem repercussão para fins de modificação das características da oferta pública com esforços restritos, tendo em vista que tal oferta ainda não foi iniciada.

Desse modo, a sugestão dos participantes de se fazer referência ao início da oferta, para fins do art. 3º-A, não foi acatada, tendo em vista que a regulamentação vigente, ao não tratar de modo específico do período anterior ao início da oferta pública com esforços restritos, já admite a possibilidade de alteração de instituição intermediária líder e de espécie, série e classe de valores mobiliários ofertados, durante esse período.

Em relação ao comentário de Pinheiro Guimarães (para que houvesse menção tanto ao momento de início da oferta quanto ao seu encerramento), entendemos que tal sugestão também não se faz necessária, na medida em que uma oferta com esforços restritos que já foi encerrada não comportaria a possibilidade de mudança das condições descritas no art. 3º-A.

CMCAP, Pinheiro Guimarães e Stocche Forbes defendem que a modificação das condições previstas no art. 3º-A seja permitida, desde que determinados procedimentos estejam presentes.

CMCAP argumenta que não seria razoável impor ao ofertante o ônus de ter de continuar com um coordenador que eventualmente passe a enfrentar dificuldades (depois de iniciada a oferta) ou, alternativamente, de ter de sustar a oferta em curso. Por esse motivo, o participante propõe que haja previsão de troca desde que com comunicação prévia à CVM.

Seguindo a mesma linha, Pinheiro Guimarães e Stocche Forbes mencionam os art. 27 da Instrução CVM nº 400, de 2003 (que permite a modificação dos termos e condições da oferta), para defender que o disposto no art. 3º-A da Instrução CVM nº 476, de 2009, deva ser compatibilizado com o regime das ofertas públicas registradas de valores mobiliários.

Stocche Forbes argumenta que a regra do art. 3º-A é mais restritiva do que o regime previsto na Instrução CVM nº 400, de 2003, quando na verdade não seria razoável estabelecer na Instrução CVM nº 476, de 2009, uma regra menos flexível do que a aplicável às ofertas públicas registradas, as quais se destinam a um público mais amplo que demanda uma maior proteção – em contraposição às ofertas com esforços restritos se destinam a investidores profissionais.

Desse modo, ambos os participantes entendem que alterações nos termos e condições da oferta com esforços restritos deveriam ser permitidas – incluindo-se da troca de instituição intermediária líder – desde que se informe aos adquirentes da oferta a respeito das mudanças ocorridas e que seja estabelecido um prazo para que os investidores que já tenham aderido à oferta confirmem o interesse em manter o investimento.

Somados aos argumentos anteriores, Stocche Forbes defende que a eventual substituição da instituição líder pode ser necessária, por exemplo, nos casos em que esta renuncie a tal função; ou no caso de o emissor destituir a instituição líder, nos termos do contrato de distribuição. O participante acredita que, nesses casos, seria razoável permitir a substituição do intermediário líder, com a finalidade de se evitar em custos demasiadamente elevados para viabilizar a oferta junto ao mercado.

O participante afirma que a vedação à troca de instituição também poderia ser prejudicial para a indústria de fundos de investimento. Isso porque muitos fundos são estruturados por gestores e, nos casos em que estes não estejam vinculados a um grupo financeiro, são bastante dependentes dos intermediários que atuam como intermediário líder de oferta de cotas de fundos de investimento. Stoche Forbes alega que, tal como no caso da companhia, os custos de estruturação do fundo e da oferta recaem sobre os gestores, de forma que a substituição da instituição líder deveria ser permitida, tornando viável a colocação do fundo e das cotas no mercado.

Por fim, ANBIMA sugere que se deixe claro no art. 3º-A que as características citadas nos incisos I e II são alternativas e não cumulativas.

A CVM não acatou as sugestões dos participantes, por entender que a restrição em relação às modificações da oferta especificadas no art. 3º-A da Instrução CVM nº 476, de 2009, é importante para garantir o bom funcionamento das ofertas públicas com esforços restritos.

A CVM entende que o regime de ofertas públicas de esforços restritos não é equiparável às ofertas públicas tradicionais no tocante à modificação das condições de oferta de que trata o art. 27 da Instrução CVM nº 400, de 2003.

Em relação às ofertas públicas registradas, o § 4º do art. 19 determina que a rescisão do contrato de distribuição com o intermediário importará no cancelamento do registro da oferta. Na prática, isso significa que não é permitida a troca do intermediário líder.

No contexto das ofertas com esforços restritos, que são dispensadas de registro perante a CVM, o papel do intermediário líder é fundamental para garantir que as obrigações contidas na regulamentação sejam obedecidas. Desse modo, esses agentes funcionam como gatekeepers da norma, com a função de acompanhar e garantir a regularidade de tais ofertas, de modo que os participantes de que trata a norma cumpram com seus deveres.

Nos termos do art. 11 da Instrução CVM nº 476, o intermediário líder conduz uma série de diligências no âmbito dos emissores e ofertantes, de modo que a sua substituição no decorrer da oferta implicaria na necessidade de reconduzir tais diligências, a fim de garantir a regularidade da oferta como um todo.

Nesse contexto, a atuação de mais de um intermediário no decorrer da oferta poderia acarretar consequências indesejáveis do ponto de vista da delimitação das responsabilidades dos participantes da oferta na medida em que duas instituições estariam responsáveis pelo cumprimento das condições de uma mesma oferta – quando, na verdade, a regulamentação vigente pressupõe a existência de um único intermediário líder por oferta.

Por fim, a CVM não entendeu conveniente acatar a proposta de alteração de redação sugerida pela ANBIMA, tendo em vista que a conjunção "e" já é utilizada em diversas normas da CVM para descrever hipóteses não cumulativas.

2.9. Prazo máximo da oferta (art. 8º-A da ICVM 476, de 2009)

AMEC se mostra contrária à limitação do prazo, pois acredita ser uma ameaça ao conceito de **shelf registration**, que considera que deve ser mantido.

Bem DTVM, por sua vez, considera adequado o propósito de limitar o prazo das ofertas. Contudo, chama a atenção para o prazo máximo de 180 dias para encerramento da distribuição de cotas, presente §§ 9º e 10º do art. 22 da Instrução CVM nº 555, de 2014, que no seu entender deveria ser compatibilizado com o art. 8º-A da Instrução CVM nº 476, de 2009.

CaselliNavarro Advogados entende que o prazo máximo para conclusão de ofertas públicas com esforços restritos deve ser limitado àquelas que não contem com previsão de um montante mínimo de subscrição e prazo para que tal montante seja atingido. Além disso, considera que o texto do edital não deixa claro quando se dará o termo inicial do prazo limite, propondo que se dê na data do comunicado de início da oferta restrita.

NF&A sugere que seja estabelecido que, apesar do prazo máximo de ofertas restritas venha a ser limitado ao prazo de 24 (vinte e quatro) meses, será permitido que ofertas restritas sejam prorrogadas por prazo indeterminado. Isso desde que os coordenadores responsáveis pela oferta apresentem à Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE declaração fundamentada

justificando a necessidade da manutenção da oferta restrita pelo prazo superior a 24 (vinte e quatro) meses.

O participante afirmou que apesar de a CVM não ter identificado benefício para a manutenção da oferta em andamento por prazo, não há qualquer prejuízo que ofertas restritas com prazo de distribuição tenham prazo superior a 24 (vinte e quatro) meses, do ponto de vista do mercado e dos investidores, razão pela qual sugere a eliminação deste prazo máximo.

Stocche Forbes concorda com o objetivo da regra de estabelecer o prazo máximo durante o qual a oferta restrita poderá ser realizada, mas aponta para aprimoramentos na redação do artigo para que não leve à interpretação de que os valores mobiliários distribuídos nos termos da Instrução CVM nº 476, de 2009, têm prazo de maturação máximo de 24 meses. Pede que se aperfeiçoe a redação para evitar tal interpretação.

A CVM entende que a fixação de prazo máximo para realização de ofertas públicas com esforços restritos é salutar para evitar situações, verificadas na supervisão, de ofertas que permanecem abertas por tempo indeterminado, quando, na realidade, nenhum esforço de venda está se operando. Portanto, não se trata de uma situação que não traz malefícios para o mercado de valores mobiliários, pois em muitos casos trata-se de uma simulação.

Ainda assim, a CVM entendeu pertinente promover alterações na redação do art. 8º-A na versão final da norma, de modo a deixar claro que se trata de vedação relacionada ao período máximo durante o qual a oferta poderá ser realizada, nos seguintes termos: "a subscrição ou aquisição dos valores mobiliários objeto da oferta de distribuição deverá ser realizada no prazo máximo de 24 (vinte e quatro) meses, contado da data de início da oferta conforme definido no art 7º-A".

Em relação ao comentário formulado pela Bem DTVM, a CVM entende que a possibilidade de distribuição de cotas de fundos de investimento fechados por meio da Instrução CVM nº 555, de 2014, é paralela à possibilidade de distribuição desses valores mobiliários por meio de oferta pública com esforços restritos – de modo que os emissores poderão optar por utilizar uma das duas normas para distribuir esses títulos. Desse modo, por se tratarem de ritos diferentes, não se considerou necessário compatibilizar o prazo máximo das duas formas de

distribuição ora referidas, conforme sugerido pelo participante.

2.10. Obrigações dos administradores (arts. 10-A, 10-B e 11-A da Instrução CVM nº 476, de 2009)

Bem DTVM, com relação aos artigos 10-A, 10-B e 11-A, entende que se deve considerar a necessidade de adequação do sistema da CVM para efetivação dos registros relativos à distribuição de cotas de fundos fechados – coforme diretrizes contidas no Ofício Circular nº 02/2016/CVM/SIN/SRE, de 13 de junho de 2016), o qual orientou aos administradores a proceder concomitantemente ao registro da oferta para o fundo, via CVM Web.

O participante sugere a inclusão de funcionalidade no sistema que permita ao administrador indicar se a distribuição é realizada nos termos da Instrução CVM nº 476, de 2009, ou da Instrução CVM nº 555, de 2014, de modo a se compatibilizar as informações encaminhadas à CVM nos termos da Instrução CVM nº 476, de 2009, inclusive se a autarquia decidir manter prazos distintos para cada instrução.

Cascione Pulino Advogados afirma que a Minuta propõe a inclusão dos referidos artigos prevendo a responsabilidade dos administradores do ofertante, da emissora e da instituição líder, dentro de suas competências legais e estatutárias, pelo cumprimento das obrigações impostas ao ofertante, à emissora ou à instituição líder, respectivamente, sendo que os artigos 158 e seguintes da Lei nº 6.404, de 1976 já prevê a responsabilização dos administradores de tais participantes da oferta. Dessa forma, o escritório sugere a exclusão dos arts. 10-A, 10-B e 11-A da Minuta, visto que tais dispositivos já estão contemplados pela Lei nº 6.404 de 1976.

A CVM não acatou a sugestão de supressão dos artigos 10-A, 10-B e 11-A, pois entende que as alterações promovidas possibilitam uma melhor delimitação das responsabilidades e obrigações dos emissores, ofertantes distribuidores (e seus respectivos administradores), contribuindo para que o exercício das funções de supervisão e sanção por parte da Autarquia sejam dotadas de maior efetividade.

O comentário da Bem DTVM não faz parte do escopo desta audiência, mas será

encaminhado à Superintendência de Relações com Investidores Institucionais – SIN para que ela possa avaliar oportunamente à adaptação do sistema.

3. Proposta definitiva de instrução

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

Rio de Janeiro, 23 de agosto de 2018.

(Original assinado por)
ANTONIO CARLOS BERWANGER
Superintendente de Desenvolvimento de Mercado