São Paulo, 10 de outubro de 2025.

À
COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM
Rua Sete de Setembro, nº 111, 23º andar, Centro
20050-901 – Rio de Janeiro – RJ

SUPERINTENDÊNCIA DE DESENVOLVIMENTO DE MERCADO – SDM
At.: Sr. Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo | Sr. Antônio Carlos Berwanger
(via e-mail conpublicasdm0325@cvm.gov.br)

Ref.: Edital de Consulta Pública SDM nº 03/2025

Senhoras e Senhores,

Fazemos referência ao Edital de Consulta Pública SDM nº 03/2025, de 31 de julho de 2025 ("Edital"), que coloca em discussão minuta de resolução que visa reformar a Resolução da Comissão de Valores Mobiliários ("CVM") nº 160, de 13 de julho de 2022 ("Resolução CVM 160") e alterar determinadas disposições da Resolução CVM n° 80, de 29 de março de 2022 e da Resolução CVM nº 17, de 9 de fevereiro de 2021 ("Minuta").

Inicialmente, gostaríamos de cumprimentar essa D. CVM pela iniciativa de suscitar o debate acerca da revisão das referidas normas, incorporando avanços significativos alcançados a partir da experiência adquirida.

Com o intuito de contribuir para as discussões e o aperfeiçoamento normativo, vimos, pela presente manifestação ("Manifestação"), colaborar com nossas considerações à Minuta.

I. DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS DE DEVEDOR OU COOBRIGADO EM OPERAÇÕES DE SECURITIZAÇÃO

Com relação ao item 2.1 da Consulta Pública, esta D. CVM propôs a consolidação do entendimento exarado pelo Colegiado da CVM na Reunião nº 8, de 18 de março de 2025, de forma que seja necessária a apresentação da demonstração financeira apenas do devedor ou do coobrigado no âmbito de ofertas de securitização e de fundo fechados.

Sugerimos que o entendimento que levou a esta proposta seja adotado também com relação aos seguintes itens:

- Anexo D da Resolução CVM 160:

- **Item 11.4**: "*Informações descritas nos itens 1.1, 1.2, 1.11, 1.14, 6.1, 7.1, 8.2, 11.2, 12.1 e 12.3 do formulário de referência, em relação aos devedores responsáveis por mais de 20% (vinte por cento) dos direitos creditórios e que sejam destinatários dos recursos oriundos da emissão* ***ou*** *aos coobrigados responsáveis por mais de 20% (vinte por cento) dos direitos creditórios*"

- Anexo E da Resolução CVM 160:

  - **Item 12.4**: "*Em se tratando de devedores ou coobrigados responsáveis por mais de 20% (vinte por cento) dos direitos creditórios, quando o lastro do certificado de recebíveis for um título de dívida cuja integralização se dará com recursos oriundos da emissão dos certificados de recebíveis, relatório de impactos nos indicadores financeiros do devedor* ***ou*** *do coobrigado referentes à dívida que será emitida para lastrear o certificado*"

  - **Item 12.5**: "*Informações descritas nos itens 1.1, 1.2, 1.11, 1.14, 6.1, 7.1, 8.2, 11.2, 12.1 e 12.3 do formulário de referência, em relação aos devedores responsáveis por mais de 20% (vinte por cento) dos direitos creditórios e que sejam destinatários dos recursos oriundos da emissão* ***ou*** *aos coobrigados responsáveis por mais de 20% (vinte por cento) dos direitos creditórios*"

Tendo em vista o embasamento técnico da interpretação incorporada à norma, entendemos que este pode ser adotado aos itens mencionados acima, considerando (i) a utilização da conjunção "*ou*" da mesma forma que utilizada nos itens já analisados pelo Colegiado da CVM (conforme grifos acima); e (ii) que, com a apresentação de tais informações a respeito apenas do devedor ou do coobrigado "*caberá aos investidores analisarem e formarem as suas conclusões sobre a aquisição ou não da emissão, com base nas informações disponibilizadas*"[1].

Ressalta-se também que, nos casos de empresas que não possuem demonstrações financeiras auditadas, estas apresentam, no item 12.4. informações advindas de dados não auditados.

II. INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS RELACIONADOS A OFERTAS DE DÍVIDA

Com relação ao item 2.2 da Consulta Pública, esta D. CVM solicitou manifestação acerca da adequação do indicador "Valor da empresa / (EBITDA pro forma)", constante

[1] Conforme redação do Ofício Interno nº 1/2025/CVM/SSE/SSE-Assessoria, no âmbito da decisão do Colegiado da CVM na Reunião nº 8, de 18 de março de 2025.

da lâmina da oferta de dívida (Anexo G da Resolução CVM 160), para fins de avaliação de risco e comparação entre emissores.

Entendemos que o indicador "Dívida Líquida / EBITDA" seria potencialmente o mais adequado, por se tratar de métrica amplamente utilizada pelo mercado e, em geral, considerada a mais apropriada para a avaliação de risco em ofertas de dívida. Não obstante, nos casos em que os emissores considerem que outros indicadores reflitam melhor a sua realidade econômico-financeira, estes deveriam poder ser incluídos de forma complementar. Portanto, nossa sugestão é a de inclusão na lâmina de novo campo "*Outro indicador econômico-financeiro*", em adição ao indicador padrão, o qual poderá ser preenchido ou indicado como "N/A", a critério do Emissor.

Tal abordagem concilia a necessidade de comparabilidade entre emissores com a flexibilidade de apresentação de informações adicionais, contribuindo para maior transparência e qualidade na avaliação de risco por parte dos investidores.

III. RATEIO DE DESPESAS EM OFERTAS MISTAS

Com relação ao item 2.3 da Consulta Pública, a inclusão de nova informação a respeito de como os custos de distribuição da oferta serão divididos entre os ofertantes das distribuições primária e secundária de valores mobiliários, entendemos estar em linha com a prática adotada pelo mercado desde a Instrução CVM 400. Uma sugestão seria não só indicar como será feita a divisão, mas também indicar os valores aproximados de custo que serão arcados por cada um, entre emissor e demais ofertantes, de forma que fique claro o efetivo montante a ser pago por cada um.

IV. REVENDA DE VALORES MOBILIÁRIOS EMITIDOS POR EMISSOR NÃO REGISTRADO

Com relação ao item 2.4 da Consulta Pública, relacionado à revenda de valores mobiliários, consideramos que a abordagem sugerida pela CVM no edital demonstra maior coerência com os princípios e diretrizes já consolidados na norma (e exaustivamente explicados no âmbito da divulgação da redação original da Resolução CVM 160), melhor se adequando ao marco jurídico vigente. Adicionalmente, a redação proposta pela CVM nivela os emissores que não possuíam registro de emissor, mas passaram a ter após a emissão do valor mobiliário, ao emissor que já possuía o registro de emissor de valores mobiliários anteriormente à emissão, de forma coerente e sem prejuízo ao mercado, fomentando a liquidez, sem provocar distorções normativas ou fragilizar a posição do investidor no mercado secundário.

Por fim, sobre o pedido de manifestação da CVM sobre o assunto, entendemos que o prazo do *lock-up* deverá ser contado após o encerramento da Oferta (e não após a obtenção do registro do Emissor), pelas razões antecipadas acima: nivelamento de

tratamento entre emissores registrados. Dessa forma a redação ficaria conforme a que foi proposta por esta D. CVM na Minuta.

V. OFERTAS PÚBLICAS DE VALORES MOBILIÁRIOS DE BENEFÍCIOS FISCAIS

Com relação ao item 2.5 da Consulta Pública, relacionado às ofertas públicas de valores mobiliários objeto de benefícios fiscais, sugerimos incluir alterações no texto de forma a incorporar os casos de enquadramento de projetos que contam com a dispensa da exigência de aprovação ministerial prévia. O próprio Decreto 11.964, em seu artigo 8º §1º, determina que, para fins de apresentação do requerimento de registro da oferta pública dos valores mobiliários com benefícios fiscais, deverá ser apresentado comprovante do protocolo no Ministério setorial aplicável, a documentação com a descrição individualizada do projeto de investimento.

Tendo em vista o disposto acima, nossa sugestão seria complementar (i) o artigo 8º, inciso I; (ii) o artigo 57, §1º, inciso VI, item a); (iii) o artigo 59, §3º, inciso VIII, item a); e (v) o Anexo M, item 8.1 com: "comprovação do protocolo, junto ao ministério setorial responsável, da documentação exigida nos termos do art. 8º, § 1º, do Decreto nº 11.964, de 26 de março de 2024", da seguinte forma:

"*o número e a data de publicação da portaria de aprovação do projeto de investimento pelo ministério setorial responsável, caso tal portaria seja exigida pela regulamentação específica, ou o número e a data de protocolo, junto ao ministério setorial responsável, da documentação exigida nos termos do art. 8º, § 1º, do Decreto nº 11.964, de 26 de março de 2024*".

Da mesma forma, o disposto no (i) artigo 27, inciso III; e (ii) artigo 29, inciso VII-A, poderiam prever, alternativamente à comprovação do protocolo, o envio da portaria de aprovação do projeto de investimento pelo ministério setorial responsável:

"*caso de trate de oferta pública de valores mobiliários com benefícios fiscais, (a) portaria de aprovação do projeto de investimento pelo ministério setorial responsável, caso tal portaria seja exigida pela regulamentação específica; ou (b) comprovação do protocolo, junto ao ministério setorial responsável, da documentação exigida nos termos do art. 8º, § 1º, do Decreto nº 11.964, de 26 de março de 2024, conforme aplicável.*"

VI. MANIFESTAÇÕES ADICIONAIS

Além das matérias tratadas no âmbito do Edital, entendemos que determinados temas poderão ser oportunamente avaliados pela Autarquia em revisões futuras da regulamentação. Nesse sentido, e em linha com comentários já apresentados no âmbito de outras Audiências Públicas, reconhecemos a possibilidade de que a CVM não acolha integralmente os pleitos ora submetidos, em razão da ausência de debate específico nesta

consulta. Não obstante, além das propostas já contempladas na Minuta, apresentamos, a seguir, um conjunto de sugestões adicionais de alterações à Resolução CVM nº 160, com o objetivo de contribuir para maior clareza quanto ao âmbito de aplicação de certas disposições. Cada sugestão é acompanhada de (i) indicação do dispositivo pertinente; (ii) proposta de nova redação; e (iii) exposição do racional da alteração sugerida, conforme aplicável.

(a) Conceito de oferta pública: Sugerimos a inclusão de parágrafo adicional no artigo 3º da Resolução CVM 160. Entendemos que o art. 3º, §1º da antiga Instrução CVM nº 400 trazia uma ressalva relevante: as regras da instrução não se aplicavam a ofertas direcionadas a investidores que possuíam "*prévia relação comercial, creditícia, societária ou trabalhista, estreita e habitual, com a emissora*". Tal ressalva, entretanto, não foi recepcionada pela Resolução CVM nº 160. Diante disso, entendemos pertinente que seja esclarecido o alcance do art. 3º da Resolução CVM nº 160, seja mediante a inclusão de parâmetro geral de aplicação na própria norma, seja por meio de esclarecimentos adicionais em Ofício Circular. Acreditamos que tal medida traria maior segurança jurídica na aplicação da norma e garantiria maior previsibilidade ao mercado quanto à caracterização de práticas realizadas por pessoas que detenham prévia relação comercial, creditícia, societária ou trabalhista, estreita e habitual, com o emissor ou ofertante, como oferta pública nos termos da Resolução CVM nº 160.

RESOLUÇÃO CVM 160	REDAÇÃO SUGERIDA (CESCON BARRIEU)
Art. 3º Configura oferta pública de distribuição o ato de comunicação oriundo do ofertante, do emissor, quando este não for o ofertante, ou ainda de quaisquer pessoas naturais ou jurídicas, integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários, atuando em nome do emissor, do ofertante ou das instituições intermediárias, disseminado por qualquer meio ou forma que permita o alcance de diversos destinatários, e cujo conteúdo e contexto representem tentativa de despertar o interesse ou prospectar investidores para a realização de investimento em determinados valores mobiliários, ressalvado o disposto no art. 8º. (...)	Art. 3º. (...) § 4º Para fins deste artigo 3º, não serão considerados como "público investidor em geral" aqueles que tenham prévia relação comercial, creditícia, societária ou trabalhista, estreita e habitual, com o emissor ou ofertante.

(b) Reabertura de Séries: O artigo 26 da Resolução CVM nº 160, em seus incisos V, alínea "c", item "2", e VII, alínea "c", item "2", prevê a possibilidade de registro automático para a emissão de **(i)** debêntures simples emitidas por emissores registrados, destinadas ao público investidor em geral, nas hipóteses de registro automático, e **(ii)** títulos de securitização de devedores

diversos, também voltados ao público investidor em geral, em ambos os casos quando se tratar de reabertura de séries. No entanto, a norma traz poucos detalhes sobre o que caracteriza, de fato, uma reabertura de série. Dessa forma, sugere-se a inclusão de critérios mais objetivos na norma ou, alternativamente, esclarecimentos por meio de Ofício Circular, especificando como deve ser caracterizada a reabertura de série em cada um dos casos mencionados. Além disso, entendemos que para conferir a efetiva aplicabilidade ao instituto da "reabertura de série" (*Re-tap*), a norma deveria estabelecer benefícios concretos que incentivem sua utilização, tais como a dispensa da elaboração e divulgação de novo prospecto, dentre outras vantagens.

(c) Tratamento de pessoas vinculadas (I): O artigo 56, §1º, inciso III ressalva a exclusão de pessoas vinculadas em caso de excesso de demanda se na ausência de colocação para as pessoas vinculadas, a demanda remanescente for inferior à quantidade de valores mobiliários **inicialmente ofertada, sem levar em consideração a opção de distribuição de lote suplementar ou a colocação do lote adicional**. Entretanto, o §3º do mesmo dispositivo limita a colocação para pessoas vinculadas, nessa hipótese, **ao necessário para perfazer a quantidade de valores mobiliários inicialmente ofertada, acrescida do lote adicional**, desde que preservada a colocação integral junto a pessoas não vinculadas dos valores mobiliários por elas demandados. A literalidade da norma sugere um entendimento que pode nos levar a cenários bastante similares a resultados antagônicos:

(i) Cenário 1:

- Oferta-Base: 1.000.000 de valores mobiliários ("VM")
- Lote Adicional: 250.000 VMs
- Resultado do Book:
  - ✓ Demanda de investidores não vinculados para 1.000.000 VMs ao preço hipotético de R$10
  - ✓ Demanda de investidores vinculados para 250.000 VMs ao preço hipotético de R$10
- Conclusão: Investidores não vinculados deverão ser desconsiderados e oferta será liquidada apenas com a colocação de 1.000.000 de VMs, em razão do disposto no Art. 56, §1º, inciso III

(ii) Cenário 2:

- Oferta-Base: 1.000.000 de valores mobiliários ("VM")
- Lote Adicional: 250.000 VMs

- Resultado do Book:
  - ✓ Demanda de investidores não vinculados para 999.999 VMs ao preço hipotético de R$10
  - ✓ Demanda de investidores vinculados para 250.001 VMs ao preço hipotético de R$10
- Conclusão: Investidores não vinculados poderão ser considerados e oferta será liquidada com a colocação de 1.250.000 VMs, em razão do disposto no Art. 56, §1º, inciso III c/c §3º.

Para fins de esclarecimento e visando evitar a assimetria normativa indicada acima, sugere-se a seguinte alteração no Art. 56, §1º inciso III:

RESOLUÇÃO CVM 160	REDAÇÃO SUGERIDA (CESCON BARRIEU)
Art. 56. (...) § 1º A vedação constante do caput não se aplica. (...) III - caso, na ausência de colocação para as pessoas vinculadas, a demanda remanescente seja inferior à quantidade de valores mobiliários inicialmente ofertada, nos termos do caput.	Art. 56. (...) § 1º A vedação constante do caput não se aplica. (...) III - caso, na ausência de colocação para as pessoas vinculadas, a demanda remanescente seja inferior à quantidade de valores mobiliários inicialmente ofertada, ~~nos termos do caput~~ acrescida do lote adicional e/ou do lote suplementar, conforme aplicável, observado o disposto no §3º abaixo.

(d) Tratamento de Pessoas Vinculadas (II): Conforme antecipado acima, o artigo 56, §3º da Resolução CVM nº 160, determina que, na hipótese do inciso III do § 1º, a colocação de valores mobiliários para pessoas vinculadas fica limitada ao necessário para perfazer a quantidade de valores mobiliários inicialmente ofertada, acrescida do lote adicional, desde que preservada a colocação integral junto a pessoas não vinculadas dos valores mobiliários por elas demandados. Para as ofertas que tenham seu preço/taxa definido por meio de procedimento de precificação, sugerimos deixar claro que referida colocação integral junto a pessoas não vinculadas deverá ser feita dentro do preço/taxa final apurada no procedimento de precificação:

RESOLUÇÃO CVM 160	REDAÇÃO SUGERIDA (CESCON BARRIEU)
Art. 56. (...) § 3º Na hipótese do inciso III do § 1º, a colocação de valores mobiliários para pessoas vinculadas fica limitada ao necessário para perfazer a quantidade de valores mobiliários inicialmente ofertada, acrescida do lote adicional, desde que preservada a colocação integral junto a	Art. 56. (...) § 3º Na hipótese do inciso III do § 1º, a colocação de valores mobiliários para pessoas vinculadas fica limitada ao necessário para perfazer a quantidade de valores mobiliários inicialmente ofertada, acrescida do lote adicional, desde que preservada a colocação integral junto a

pessoas não vinculadas dos valores mobiliários por elas demandados.	pessoas não vinculadas dos valores mobiliários por elas demandados. Caso a oferta conte com procedimento de precificação, referida colocação integral junto a pessoas não vinculadas dos valores mobiliários por elas demandados deverá ser realizada apenas com relação aos investidores pessoas não vinculadas que demandaram valores mobiliários dentro do preço ou taxa (conforme aplicável) apurados no procedimento de precificação.

(e) Tratamento de Pessoas Vinculadas (III): Sem prejuízo do disposto nos itens "c" e "d" acima, propõe-se a alteração da estrutura normativa atinente ao tratamento de pessoas vinculadas no contexto de ofertas públicas na forma e pelas razões expostas no Anexo A à presente Manifestação.

(f) Resilição do Contrato de Distribuição. O artigo 70, §5º da Resolução CVM nº 160, determina que a resilição voluntária do contrato de distribuição por motivo distinto daquele citado no § 4º não implica revogação da oferta, mas sua suspensão, nos termos dos §§ 2º e 3º, até que novo contrato de distribuição seja firmado. Considerando que a determinação, no Contrato de Distribuição, do que configura hipótese de resilição involuntária decorre de entendimento comercial entre as partes, sugerimos excluir o termo "voluntária", para que qualquer tipo de resilição de referido contrato, desde que por motivo distinto daquele citado no § 4º não implique revogação da oferta, mas sua suspensão, nos termos dos §§ 2º e 3º, até que novo contrato de distribuição seja firmado. Dessa forma, eliminar-se-ia o limbo em que se encontra a resilição involuntária do Contrato de Distribuição por motivo distinto daquele citado no § 4º. Dessa forma, teríamos o seguinte texto para o artigo 70, §5º da Resolução CVM nº 160:

RESOLUÇÃO CVM 160	REDAÇÃO SUGERIDA (CESCON BARRIEU)
Art. 70. (...) § 5º A resilição do contrato de distribuição por motivo distinto daquele citado no § 4º não implica revogação da oferta, mas sua suspensão, nos termos dos §§ 2º e 3º, até que novo contrato de distribuição seja firmado.	Art. 70. (...) § 5º A resilição ~~voluntária~~ do contrato de distribuição por motivo distinto daquele citado no § 4º não implica revogação da oferta, mas sua suspensão, nos termos dos §§ 2º e 3º, até que novo contrato de distribuição seja firmado.

(g) O Ofício-Circular nº 10/2023 da CVM/SRE estabelece que emissores não registrados devem elaborar e entregar Formulário de Referência nos moldes aplicáveis às companhias registradas na categoria B, sempre que realizarem ofertas públicas de debêntures incentivadas destinadas a investidores

qualificados. Entendemos, no entanto, que essa exigência pode configurar encargo regulatório excessivo e desnecessário para companhias de capital fechado que realizam emissões pontuais de debêntures incentivadas, uma vez que, nesses casos, o Formulário de Referência é produzido exclusivamente para atender à operação específica, sem posterior aproveitamento ou atualização. Dessa forma, ainda que o tema não conste expressamente na minuta, consideramos oportuno avaliar a aplicação de modelo semelhante ao previsto para informações dos devedores ou coobrigados responsáveis por mais de 20% (vinte por cento) dos direitos creditórios em operações de securitização (Itens 11.4 e 12.5 do Anexo E da RCVM 160), conforme sugestão de redação abaixo:

RESOLUÇÃO CVM 160 – ANEXO B	REDAÇÃO SUGERIDA (CESCON BARRIEU)
11.1. Último formulário de referência entregue pelo emissor;	11.1. Último formulário de referência entregue pelo emissor ou, no caso de oferta pública de debêntures incentivadas emitidas por companhia que não possua o registro a que se refere o art. 21 da lei nº 6.385, de 1976, cujo público-alvo seja de investidores qualificados, as informações descritas nos itens 1.1, 1.2, 1.11, 1.14, 4.1, 4.2, 4.3, 4.4, 4.5, 4.6, 4.7, 6.1, 7.1, 8.2, 11.2, 12.1 e 12.3 do formulário de referência.

***

Sendo o que havia para o momento, permanecemos à inteira disposição e reiteramos nossos cumprimentos a essa D. Comissão pela iniciativa e a Minuta proposta.

Atenciosamente,

CESCON, BARRIEU, FLESCH & BARRETO ADVOGADOS

ANEXO A
Sugestões de alteração ao tratamento de pessoas vinculadas

I. BREVE HISTÓRICO SOBRE O TEMA

Como é de conhecimento desta D. CVM, o tratamento de pessoas vinculados no contexto de ofertas públicas foi inicialmente regulamentado no art. 55 da extinta Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003 ("Instrução CVM 400")[2]. A partir daí, a vedação objetiva à colocação de valores mobiliários junto a pessoas vinculadas, no caso de excesso de demanda superior em 1/3 (um terço) foi objeto de inúmeros pedidos de dispensa ao Colegiado desta D. CVM, a maioria dos quais com um desfecho favorável aos solicitantes.

A título exemplificativo, apenas para citar aqueles que fundamentaram posteriormente as decisões de concessão de dispensas similares pelo Colegiado desta D. CVM, cita-se:

- Processo CVM RJ/2004/2185 – oferta pública de distribuição de ações preferenciais de emissão da Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A. (link) ("Processo GOL");
- Processo CVM RJ/2004/1797 – emissão primária e secundária de ações preferenciais de emissão da América Latina Logística S.A. (link);
- Processo CVM RJ/2004/2465 – oferta pública de distribuição primária de ações preferenciais "A" de emissão da Braskem S.A. (link);
- Processo CVM RJ/2004/4232 – distribuição secundária de ações preferenciais da WEG S.A. (link);
- Processo CVM RJ/2004/3143 – distribuição primária e secundária de ações ordinárias de emissão da CPFL Energia S.A. (link);
- Processo CVM RJ/2004/5398 – oferta pública de distribuição de ações ordinárias da Grendene S.A. (link);
- Processo CVM RJ/2004/5675 – distribuição primária e secundária de ações ordinárias de emissão da Diagnósticos da América S.A. (link);
- Processo CVM RJ/2004/5938 – oferta pública de distribuição de ações ordinárias de emissão da Cia de Saneamento Básico de São Paulo (link);
- Processo CVM RJ/2004/7146 – oferta pública da distribuição secundária de certificados de depósito de ações de emissão da América Latina Logística S.A. (link).

[2] (Cf. redação original) Art. 55. No caso de distribuição com excesso de demanda superior em um terço à quantidade de valores mobiliário ofertada, é vedada a colocação de valores mobiliários em controladores ou administradores das Instituições Intermediárias e da emissora ou outras pessoas vinculadas à emissão e distribuição, bem como seus cônjuges ou companheiros, seus ascendentes, descendentes e colaterais até o 2º grau.

No âmbito do Processo GOL, o Colegiado aprovou o pedido de dispensa, nos termos do SGE MEMO/SRE/Nº94/2004. No referido memorando, ficou consignado o entendimento da D. SRE:

> "Novamente, sobre a presente questão já há decisão do Colegiado, datada 27 de abril, a saber:
>
> 'Em conseqüência das precauções tomadas pelos requerentes para mitigar as hipóteses de favorecimento e utilização de informação privilegiada para obtenção de vantagem indevida, que a Instrução busca eliminar, é admissível permitir às pessoas vinculadas à oferta, tratadas no art. 55 da Instrução, que formulem pedidos de reserva e participem da operação, mesmo no caso da ocorrência de excesso de demanda. Com efeito, essas pessoas vinculadas, que participarão da oferta na 'tranche' destinada a investidores do varejo, estarão formulando seus pedidos de reserva 7 a 12 dias úteis antes do fechamento do livro, tornando remota a hipótese do conhecimento, prévio ao investimento, da condição do excesso de demanda, ainda mais considerando a volatilidade existente em nosso mercado de capitais. Ademais, esses investidores estarão sujeitos, **como os demais investidores não institucionais**: à limitação no valor do pedido de reserva; à restrição de participação em apenas uma única instituição intermediária; às condições de desistência que não dependem de sua própria vontade; e, ao rateio na ocorrência de excesso de demanda.'
>
> Cabe assinalar que foram adotadas na oferta da Gol idênticas precauções para mitigar o risco de favorecimento e utilização de informação privilegiada por parte de pessoas vinculadas à emissora e às instituições intermediárias da oferta, que levaram o Colegiado adotar a decisão acima transcrita. Assim, propomos que o Colegiado conceda a dispensa requerida". (grifamos)

Vale destacar que no âmbito do Processo Gol o pedido de dispensa com relação a esse assunto se voltou para "*Vedação de colocação dos valores mobiliários junto a* ***administradores da companhia emissora e das instituições intermediárias****, que venham a participar da oferta mediante efetuação de reserva* ***na tranche destinada a investidores não considerados institucionais****, no caso de distribuição com excesso de demanda, nos termos do art. 55.".*

Assim, claramente, o pedido de dispensa dizia respeito à possibilidade de participação de **investidores não-institucionais**, considerados pessoas vinculadas, no âmbito de oferta pública na **tranche destinada a investidores não institucionais** (portanto, não formadora de preço), ainda que se constatasse excesso de demanda superior em um terço.

Nesse sentido, a discussão sobre o tema se pautava na tutela do princípio da isonomia, por meio de dois desdobramentos: (i) aplicação de mecanismo que mitigava o risco de conhecimento prévio (informação privilegiada) pelos vinculados sobre os desdobramentos da oferta, em especial precificação, por meio da limitação temporal de envio de pedidos de reserva (7 dias úteis de antecedência à precificação); e (ii) garantia de que os investidores não institucionais pessoas vinculadas tivessem o mesmo tratamento dos investidores não institucionais que não fossem pessoas vinculadas, quais sejam, limitação no valor do pedido de reserva, restrição de participação em apenas uma instituição intermediária, condições que não dependem de sua própria vontade e rateio na ocorrência de excesso de demanda.

Frisa-se que o Processo Gol que serviu de fundamento precedente para tantos outros posteriormente julgados **não** tratava da análise sobre o tratamento de investidores institucionais pessoas vinculadas, mas apenas sobre **investidores não institucionais pessoas vinculadas**.

Em 2005, o Colegiado desta D. CVM consolidou, por meio da Deliberação CVM Nº 476, de 25 de janeiro de 2005 ("Deliberação CVM 476") o entendimento, ao delegar competência à SRE para conceder dispensa do seguinte requisito:

> Vedação à colocação de valores mobiliários junto a pessoas consideradas vinculadas à oferta no caso de distribuição com excesso de demanda superior em um terço à quantidade de valores mobiliários ofertada (art. 55 da Instrução CVM nº 400/03), desde que as precauções adotadas pelo ofertante e pela instituição líder da distribuição sejam, a juízo do Superintendente de Registro de Valores Mobiliários, suficientes para mitigar as possibilidades de favorecimento e utilização de informação para obtenção de vantagem indevida, observados os critérios utilizados pelo Colegiado, em decisões proferidas até a presente data, para excepcionar tal vedação. O conjunto de providências a seguir tem sido considerado como suficiente pelo Colegiado: o deslocamento da data de término dos pedidos de reserva efetuados por pessoas vinculadas para data que anteceder, no mínimo, sete dias úteis ao encerramento da coleta de intenções de investimento (bookbuilding), restringindo-se sua participação na oferta à parcela (tranche) destinada aos investidores não institucionais e sujeitando-as às mesmas restrições que a estes são impostas (como limites quanto ao valor do pedido de reserva, restrições à sua participação em uma única instituição intermediária, condições de desistência que não dependam de sua única vontade e sujeição ao rateio em caso de excesso de demanda, entre outras).

Em 2009, entrou em vigor a Instrução CVM Nº 476, de 16 de janeiro de 2009 ("Instrução CVM 476"), que dispunha sobre ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados ("Ofertas 476"). Ato contínuo, em 2013 entrou em vigor a Instrução CVM Nº 539, de 13 de novembro de 2013 ("Instrução CVM 539") que, com as alterações promovidas pela Instrução CVM Nº 554, de 17 de dezembro de 2014, introduziu o conceito de "investidores profissionais", distinguindo-o dos "investidores qualificados". Desde a introdução do conceito de "investidores profissionais" no ordenamento atinente ao mercado de capitais brasileiro, as Ofertas 476 passaram a ser destinadas obrigatoriamente a investidores profissionais, por força normativa.

II. CONSIDERAÇÕES PRELIMINARES SOBRE A EVOLUÇÃO NORMATIVA PRÉ RESOLUÇÃO CVM 160

Feitas as ponderações fáticas acima, entende-se que as seguintes considerações são pertinentes:

1) O Processo Gol (bem como demais processos de dispensa similares analisados pelo Colegiado da D. CVM) e a Deliberação CVM 476 estão inseridos em um contexto normativo em que a distinção do público-alvo de uma oferta era

realizada entre (a) investidores institucionais[3]; e (b) investidores não institucionais;

2) A Instrução CVM 476 não vedou a colocação de valores mobiliários a pessoas vinculadas no âmbito de Ofertas 476, ainda que em caso de excesso de demanda superior em um terço, logo, até o advento da Resolução CVM 160 não havia vedação para colocação de valores mobiliários a pessoas vinculadas no âmbito de ofertas direcionadas exclusivamente a investidores profissionais; e

3) Até o advento da Resolução CVM 160, não houve discussão sobre o tratamento de pessoas vinculadas no contexto de ofertas destinadas exclusivamente a investidores qualificados (conforme acepção atualmente vigente).

III. ALTERAÇÕES PROMOVIDAS PELA RESOLUÇÃO CVM 160 AO TRATAMENTO DE VINCULADOS

A Resolução CVM 160 estendeu a vedação da antiga Instrução CVM 400 (bem como as exceções permitidas pela antiga Deliberação CVM 476) às ofertas destinadas exclusivamente a investidores qualificados e àquelas destinadas exclusivamente a investidores profissionais. A despeito de alguns argumentos ventilados por participantes no âmbito da Audiência Pública SMD 02/21[4], entendemos que a ampliação da aplicação dessa norma foi realizada sem a discussão que o assunto merece*, data maxima venia*.

No Relatório da Audiência Pública SMD 02/21, o único participante a se posicionar favoravelmente às restrições impostas a pessoas vinculadas (JGP), ponderou o seguinte:

> "Em sentido oposto a manifestações descritas acima, JGP defende a importância da restrição a alocação a pessoas vinculadas e expressa ceticismo quanto à eficácia das medidas propostas para seu afastamento.
> Neste sentido, segundo o participante, não raro os intermediários informam que uma série ou parte de uma oferta não está disponível porque será alocada para uma parte vinculada à oferta, em geral uma instituição financeira que na sequência vai oferecer os papéis a sua base de clientes ou que se beneficia

[3] Nos termos do art. 109 da Instrução CVM 409, de 18 de agosto de 2004, eram considerados investidores qualificados "I – instituições financeiras; II – companhias seguradoras e sociedades de capitalização; III – entidades abertas e fechadas de previdência complementar; IV – pessoas físicas ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R$ 300.000,00 (trezentos mil reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, de acordo com o Anexo I; V – fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados; VI – administradores de carteira e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios; VII – regimes próprios de previdência social instituídos pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal ou por Municípios."

[4] O Edital de Audiência Pública SDM 02/21 divulgou a minuta de normativo que, após o processo público culminou da Resolução CVM 160.

> de informação de forte demanda pelos títulos após concluída fase inicial do esforço de venda da oferta para definir, prioritariamente, sua própria alocação.
> Disso resultariam (i) desincentivos aos intermediários de promoverem a correta difusão de informações de preço entre emissores e investidores, (ii) **o efetivo aumento do custo de acesso ao mercado de capitais para os emissores** e (iii) **perdas aos investidores por só terem acesso aos títulos a um custo adicional, embutido nos preços mais elevados cobrados pelos intermediários para oferta dos títulos em mercado secundário**.
> Por isso, ainda segundo o participante, **é extremamente relevante manter a restrição para participação de pessoas vinculadas em caso de excesso de demanda em ofertas públicas em seus diferentes formatos de registro considerados na presente audiência pública**. Afirma que essa medida, sem dúvida, será extremamente benéfica não só às emissoras, como aos investidores, resultando em maior eficiência e competitividade do processo de acesso ao mercado de capitais brasileiro.
> Para o participante, em caso de excesso de demanda, **o público não vinculado deveria ter sempre a preferência na oferta, preservando assim uma das principais finalidades de uma oferta pública, que é justamente a de promover o maior acesso dos investidores aos ativos ofertados**.
> **O participante afirma ainda que, para ofertas de renda fixa sujeitas a eventos de vencimento antecipado deliberados por quóruns de investidores, a elevada alocação da oferta a pessoas vinculadas pode oferecer relevante risco aos investidores regulares em termos de efetivo exercício das cláusulas de proteção e um potencial conflito de interesse. A ausência de informação objetiva acerca da potencial alocação de investidores vinculados dificultaria a correta avaliação desse risco**". (Pag. 164)

Em que pese a boa intencionada argumentação do participante, alguns dos fundamentos merecem aprofundada reflexão.

Inicialmente, não parece prosperar o argumento de que a participação de pessoas vinculadas no procedimento de precificação (ou, na oferta pública) resultaria no "*efetivo aumento do custo de acesso ao mercado de capitais para os emissores*". O que a regra visa coibir é a eventual falta de isonomia no tratamento de investidores, respeitado o preço (ou taxa) apurado no procedimento de precificação. Em outras palavras, e em linha com as sugestões meramente explicativas contidas no item IV "d" da presente Manifestação, o que se discute é se a ordem de pessoas não vinculadas deveria ter prioridade em relação às ordens de pessoas vinculadas, em uma mesma condição de preço (ou taxa), em caso de excesso de demanda. Nesse sentido, não haveria como admitir que a captação para os emissores seria encarecida pela participação de pessoas vinculadas na oferta.

Aliás, se o aparato normativo em comento visa defender alguma anomalia na precificação do valor mobiliário ofertado, essa tutela se evidencia favoravelmente aos investidores não vinculados e não aos emissores, visto que, em última análise eventual influência de pessoas vinculadas dotadas de informações privilegiadas no âmbito do procedimento de precificação tenderia a aumentar o preço (ou diminuir a taxa) do valor mobiliário ofertado e não o contrário. Essa própria d. CVM admitiu tal fundamento no âmbito da Audiência Pública SMD 02/21, ao argumentar que "*A primeira, que já havia sido apresentada por ocasião da Audiência Pública, permite a alocação a pessoas vinculadas quando adotadas medidas que busquem reduzir o conhecimento* ***e a influência dessas pessoas sobre a formação do preço da oferta****, nos termos do art. 56, §§ 4º e 5º.*" (Pag. 162)

Tampouco parece precisa a afirmação de que haverá "*perdas aos investidores por só terem acesso aos títulos a um custo adicional, embutido nos preços mais elevados cobrados pelos intermediários para oferta dos títulos em mercado secundário*" por uma questão mercadológica. É naturalmente válida a preocupação com a precificação de valores mobiliários de renda fixa ofertados publicamente, dada a ausência de cotação anterior que fundamente tal precificação. Entretanto, no mercado secundário, o papel tende a passar por um ambiente de valoração ainda mais amplo, não sendo certo que intermediários conseguirão vender os títulos no mercado secundário por preço mais elevados.

Igualmente, não concordamos que "***o público não vinculado deveria ter sempre a preferência na oferta, preservando assim uma das principais finalidades de uma oferta pública, que é justamente a de promover o maior acesso dos investidores aos ativos ofertados***", primeiro porque entendemos que o objetivo da oferta pública é o de criar um ambiente que melhor precifique o valor mobiliário (e não promover maior acesso dos investidores). Naturalmente, o acesso aos investidores dependerá de diversos fatores, inclusive normativos, dada a restrição de tipo de público a depender da oferta pública. Segundo, porque adotadas as medidas que mitiguem eventual efeito decorrente de conhecimento de informação privilegiada ao público vinculado, não há fundamento prático ou normativo que justifique preferência objetiva do investidor não vinculado ao investidor vinculado.

Ainda, com relação à eventual dificuldade de deliberação de vencimentos antecipados no âmbito de valores mobiliários de renda fixa, em razão de possível conflito de interesses, vale lembrar que a maior parte dos instrumentos de dívida utilização o conceito de "valores mobiliários em circulação" que exclui do cômputo dos quóruns papéis detidos pelo emissor e/ou pessoas vinculadas ao emissor. E se a preocupação expressada por JGP com relação ao assunto se deve ao fato da concentração desse valor mobiliário na mão de intermediários (e não de pessoas vinculadas ao Emissor), essa é uma preocupação que não se restringe a pessoas vinculadas aos intermediários. Qualquer papel que seja colocado majoritariamente para único investidor enfrentará a mesma situação.

Por fim, entendemos que não prospera o argumento de que a ausência de informação objetiva acerca de potencial alocação de investidores vinculados dificultaria a correta avaliação do risco mencionado no parágrafo anterior. Isso, porque os Prospectos (ou para as ofertas em que ausente o Prospecto, os materiais de *roadshow*) contêm fatores de risco que alertam sobre a possibilidade de participação de pessoas vinculadas na oferta. No mesmo sentido, o Anexo N ("*Resumo Mensal de Distribuição*"), cujo teor também está contido no Anexo M ("*Anúncio de Encerramento*"), ambos da Resolução CVM 160 já estabelecem a obrigatoriedade de informação ao mercado sobre a colocação do papel para pessoas vinculadas ao emissor ou aos participantes do consórcio.

IV. PROPOSTA DE SOLUÇÃO ALTERNATIVA

Não é o objetivo desta Manifestação defender que investidores pessoas vinculadas devam ter tratamento idêntico aos investidores pessoas não vinculadas. Todavia, o que se propõe é analisar se todas as providências exigidas pelos §§4º e 5º do art. 56 da Resolução CVM 160 devem ser realmente aplicadas a todos os tipos de ofertas e investidores.

Por um lado, é inegável que a imposição de prazo de antecedência para que investidores vinculados formulem seus pedidos no âmbito de ofertas públicas para não correrem risco de serem cortados em caso de excesso de demanda (sete dias úteis) foi salutar para uma maior credibilidade do processo de apreçamento de ofertas públicas. Por outro, também é verdade que a Instrução CVM 476 permaneceu vigente por mais de 10 anos sem que se houvesse qualquer questionamento sobre o tema.

Também é fato que a discricionariedade na formação do livro é prerrogativa garantida às instituições intermediárias e aos emissores, desde a vigência da Instrução CVM 400[5], e se perpetua nos dias atuais, tendo em vista a redação substancialmente similar do artigo 49 da Resolução CVM 160[6].

Dessa forma, a alternativa mais adequada ao tema parece ser aquela que mescle a preservação da isonomia ao tratamento dos investidores com a liberalidade das instituições intermediárias no processo de formação do livro, princípios consagrados pela norma.

---

[5] Art. 33 (...) §3º O líder da distribuição, com expressa anuência da ofertante, organizará plano de distribuição, **que poderá levar em conta suas relações com clientes e outras considerações de natureza comercial ou estratégica**, do líder e do ofertante, de sorte que as Instituições Intermediárias deverão assegurar:
I - que o tratamento aos investidores seja justo e eqüitativo;
II - a adequação do investimento ao perfil de risco de seus respectivos clientes; e
III - que os representantes de venda das instituições participantes do consórcio de distribuição recebam previamente exemplar do prospecto para leitura obrigatória e que suas dúvidas possam ser esclarecidas por pessoa designada pela instituição líder da distribuição.

[6] Art. 49. Os coordenadores, com anuência do ofertante, devem elaborar plano de distribuição, no âmbito do qual: I – possam ser estabelecidas parcelas (tranches) prioritárias a funcionários do emissor, acionistas diretos e indiretos, ou quaisquer outros grupos que levem em consideração relações de natureza comercial ou estratégica em relação ao emissor; II – possa ser estabelecida prioridade na forma de percentual de alocação diferenciado sobre a reserva aos investidores que aceitarem se submeter a uma restrição de negociação (lock up); e III – caso a oferta se destine ao público investidor em geral e esteja prevista a possibilidade de rateio ou de outro procedimento para lidar com o excesso de demanda, devam ser estabelecidas regras que garantam o tratamento equitativo dos investidores, sendo permitido o estabelecimento de limite máximo para os pedidos de reserva. Parágrafo único. As relações com clientes e outras considerações de natureza comercial ou estratégica, tanto dos coordenadores como do ofertante, não podem ser consideradas na alocação dos investidores na parcela destinada ao público investidor não qualificado no âmbito do plano de distribuição, devendo este fato estar claro nos documentos da oferta.

Como antecipado no item "I" deste Anexo A da Manifestação, o Processo Gol que serviu de fundamento precedente para tantos outros posteriormente julgados **não** tratava da análise sobre o tratamento de investidores institucionais pessoas vinculadas, mas apenas sobre **investidores não institucionais pessoas vinculadas**. Assim, nos parece que a solução encontrada foi adequada ao prever que esses investidores deveriam estar sujeitos a todas as regras aplicáveis aos investidores não institucionais (limite por pedido, rateio, etc.).

Lado outro, não parece adequado impor regras originariamente aplicáveis a investidores não institucionais, aos investidores institucionais. Por exemplo, não parece fazer sentido que um investidor profissional pessoa vinculada de renda variável tenha que estar sujeito às regras de limite por pedido e/ou rateio, se o investidor profissional pessoa vinculada não está.

A sugestão desta Manifestação é a seguinte:

1) Em qualquer tipo de oferta, investidores vinculados (independente se profissionais, qualificados ou público investidor em geral) deverão realizar seus pedidos com sete dias úteis de antecedência a data do procedimento de precificação para garantir que não tenham suas ordens/pedidos cancelados;

2) Para as ofertas de renda fixa (inclusive securitização) em que o público-alvo é composto exclusivamente por investidores profissionais, a medida adotada no item "1" acima deverá ser considerada precaução suficiente, nos termos do §4º da Resolução CVM 160;

3) Para as ofertas de renda variável em que o público-alvo é composto exclusivamente por investidores profissionais, sem prejuízo da oferta prioritária de que trata o art. 53, igualmente, a medida adotada no item "1" acima deverá ser considerada precaução suficiente, nos termos do §4º da Resolução CVM 160;

4) Para as ofertas de renda fixa (inclusive securitização) ou renda variável em que o público-alvo é composto por investidores qualificados ou àquelas destinadas ao público investidor em geral, os investidores pessoas vinculadas deverão (a) realizar o pedido com a antecedência indicada no item "1" acima e (b) estar sujeitos às mesmas restrições (limite, rateio, etc.), aplicáveis aos investidores não considerados vinculados da mesma categoria do investidor vinculado (*Ex*: se o investidor vinculado for profissional, deverá respeitar as restrições e limites aplicáveis aos investidores profissionais, se qualificado, deverá respeitar as restrições e limites aplicáveis aos investidores qualificados).