À
**Comissão de Valores Mobiliários – CVM**
Rua Sete de Setembro, nº 111, 23º andar
CEP 20.050-901, Rio de Janeiro – RJ

At.: **Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM**

Via endereço eletrônico: conpublicasdm0325@cvm.gov.br

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

Prezados Senhores,

**PAPI, MAXIMIANO, KAWASAKI E ADVOGADOS ASSOCIADOS** ("PMK Advogados"), com fundamento no Edital de Audiência Pública da Superintendência de Desenvolvimento de Mercado ("SDM") nº 03/2025 ("Edital" e "Audiência Pública", respectivamente) e de acordo com as orientações ali previstas, vem, respeitosamente, apresentar a essa Douta Comissão de Valores Mobiliários ("CVM" ou "Comissão") comentários e sugestões à Resolução da CVM nº 160, de 13 de julho de 2022 ("Resolução CVM 160"), a qual dispõe sobre ofertas públicas de distribuição primária ou secundária de valores mobiliários e a negociação dos valores mobiliários ofertados nos mercados regulamentados ("Minuta").

1. Inicialmente, gostaríamos de parabenizar a iniciativa desta D. Comissão em direcionar esforços para promover o aprimoramento e a reestruturação da norma, em um arcabouço regulatório mais coeso e de consulta mais intuitiva, mediante a consulta pública aos participantes do mercado e, com esse propósito, destacamos abaixo algumas sugestões.

2. Para maior conveniência, encaminhamos nossos comentários e sugestões em observância à ordem sequencial dos dispositivos previstos no Edital e, para facilitar a análise desta D. Comissão, nos casos em que são sugeridas novas redações para normativos propostos na Minuta, os trechos que entendemos pela exclusão serão indicados em ~~vermelho tachado~~ e os trechos que sugerimos ser incluídos serão indicados em azul.

3. **Demonstrações financeiras de devedor ou coobrigado em operações de securitização**: Entendemos que a inclusão de notas explicativas aos Anexos D e E da Resolução CVM 160, com o objetivo de positivar a interpretação do Colegiado da CVM quanto à possibilidade de apresentação das demonstrações financeiras auditadas do devedor **OU** do coobrigado no âmbito das ofertas públicas — ressalvada a obrigatoriedade

da apresentação de ambas quando estiverem disponíveis – é suficiente para trazer a clareza necessária ao tema, que levantou diversas discussões ao longo dos quase três anos de vigência da norma. Embora determinadas inclusões possam ser encaradas como redundâncias, em benefício da segurança jurídica, valor essencial à atuação dos agentes do mercado de capitais, entendemos pela total adequação e suficiência do ajuste sugerido por esta D. Comissão.

4. **Rateio de despesas em ofertas mistas**: Sobre a proposta de exigir a divulgação, nos prospectos de ofertas mistas (primária e secundária), da forma de rateio dos custos de distribuição entre ofertantes, entendemos que a medida está em linha com os princípios de transparência e adequada informação aos investidores, contribuindo para a mitigação de potenciais conflitos de interesse entre emissores e acionistas vendedores.

Entretanto, sugerimos que a redação final dos itens 11.3 dos Anexos A e C explicitem que a divulgação deve se restringir à descrição do método ou do critério de rateio adotado, sem necessidade de detalhamento numérico ou indicação de valores específicos, de modo a preservar informações contratuais e comerciais sensíveis entre as partes envolvidas. Tal ajuste preserva o propósito informacional da regra — assegurar clareza quanto à alocação de responsabilidades e custos —, sem impor ônus desproporcional ou risco de exposição de dados internos das companhias e coordenadores envolvidos na oferta.

Dessa forma, sugerimos os seguintes ajustes à redação do dispositivo, de modo a refletir a proposta acima apresentada:

> ***Item 11.3 dos Anexos A e C:***
>
> *"11.3 No caso de oferta que envolva distribuições primária e secundária de ações, indicação do método ou do critério por meio do qual ~~de como~~ os custos de distribuição serão divididos entre o emissor e os demais ofertantes."*

5. **Revenda de valores mobiliários emitidos por emissor não registrado**: A proposta apresentada por esta D. Comissão tem por objetivo disciplinar a revenda de valores mobiliários adquiridos em ofertas realizadas por emissores que, à época da oferta, não possuíam registro na CVM, de forma a preencher lacuna atualmente existente na Resolução CVM 160.

A alteração busca estabelecer os prazos e condições aplicáveis à revenda desses valores mobiliários nos casos em que o emissor venha, posteriormente, a obter o registro de emissor previsto no art. 21 da Lei nº 6.385/76, evitando assim incertezas quanto ao

momento em que tais valores passam a poder ser livremente negociados com o público investidor em geral.

Embora a proposta contemple de forma ampla as ofertas realizadas por emissores não registrados, entendemos que a redação do inciso IV do art. 86 pode ser aprimorada para esclarecer que as ofertas de debêntures incentivadas e de infraestrutura também podem ser realizadas por emissores já registrados, não se restringindo àqueles sem registro. Nesse sentido, entendemos conveniente especificar que apenas os emissores não registrados devem observar as obrigações informacionais previstas no art. 89 da Resolução CVM 160, tendo em vista que os emissores registrados já estão sujeitos ao regime informacional próprio da Resolução da CVM nº 80, de 29 de março de 2022 ("Resolução CVM 80").

De igual modo, propõe-se o aprimoramento do §5º do art. 86 para abranger expressamente a hipótese de o emissor já possuir o registro de emissor, ou vir a obtê-lo posteriormente ao início da oferta, conferindo maior clareza e uniformidade à aplicação do dispositivo.

Dessa forma, sugerimos os seguintes ajustes à redação:

***Artigo 86, inciso IV e § 5º:***

***"Art. 86.***

*(...)*

*IV – nas ofertas elencadas no inciso IX do caput do art. 26 (debêntures incentivadas e debêntures de infraestrutura), a revenda somente pode ser destinada a investidores qualificados, sendo requerido adicionalmente que o emissor não registrado cumpra as obrigações previstas no art. 89;*

*(...)*

*§ 5º Na hipótese prevista no inciso IV do caput deste artigo, caso o emissor dos valores mobiliários ofertados seja registrado ou, posteriormente ao início da oferta, venha a obter o registro de que trata o art. 21 da Lei nº 6.385, de 1976, a revenda ao público investidor em geral será ou, conforme o caso, passará a ser ~~passa a ser~~ permitida após decorridos 6 (seis) meses da data de encerramento da oferta.*

6. **Ofertas públicas de valores mobiliários objeto de benefícios fiscais**: No contexto da presente proposta, esta D. Comissão incluiu, na Resolução CVM 160, a definição de "valores mobiliários com benefícios fiscais", com o propósito de uniformizar terminologias e harmonizar o tratamento regulatório das ofertas que se enquadram nos regimes da Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011, conforme em vigor ("Lei nº 12.431") e da Lei nº 14.801, de 09 de janeiro de 2024 ("Lei nº 14.801"), recentemente atualizados pelo Decreto nº 11.964, de 26 de março de 2024 ("Decreto nº 11.964").

Após análise, entendemos ser possível aprimorar a definição para refletir com maior precisão o escopo das emissões efetivamente abrangidas, especialmente quanto à vinculação à captação de recursos para projetos de investimento considerados prioritários.

Esse aprimoramento mostra-se relevante diante da diversidade de títulos que podem contar com tratamento tributário favorecido, sem que estejam necessariamente vinculados a projetos prioritários. É o caso, por exemplo, de certificados de recebíveis imobiliários ("CRI") e de certificados de recebíveis do agronegócio ("CRA"), que podem usufruir de benefícios fiscais independentemente de aprovação ministerial ou de enquadramento como projeto de infraestrutura ou inovação.

A ausência dessa distinção poderia gerar dúvidas quanto à aplicabilidade de determinadas obrigações informacionais e publicitárias propostas — especialmente as relativas à indicação de projetos, protocolos de aprovação ministerial e demais requisitos específicos — a valores mobiliários que não se relacionam com projetos de infraestrutura ou inovação.

Dessa forma, sugerimos o aprimoramento da redação para deixar explícito que os "valores mobiliários com benefícios fiscais" abrangem apenas aqueles relacionados à captação de recursos voltados à implementação de projetos prioritários, conforme definidos pelo Poder Executivo federal — quer sejam debêntures incentivadas, debêntures de infraestrutura, ou até mesmo certificados de recebíveis, desde que dentro do exato contexto das Leis nº 12.431/2011, nº 14.801/2024 e do Decreto nº 11.964/2024, conforme a seguir disposto:

> ***Artigo 2º, XXII-A:***
>
> ***"Art. 2º.***
>
> *(...)*
>
> *XXII-A - valores mobiliários com benefícios fiscais: debêntures incentivadas, debêntures de infraestrutura e demais valores mobiliários relacionados à captação*

*de recursos com vistas a implementar projetos de investimento na área de infraestrutura, ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação, considerados como prioritários na forma regulamentada pelo Poder Executivo federal, que, ainda, contem com benefícios fiscais instituídos na forma das Leis nº 12.431, de 24 de junho de 2011, e nº 14.801, de 9 de janeiro de 2024; e"*

A redação sugerida busca conferir maior precisão conceitual ao termo "valores mobiliários com benefícios fiscais", deixando claro que se refere aos instrumentos vinculados à captação de recursos para projetos prioritários definidos pelo Poder Executivo federal, nos termos da Lei nº 12.431, da Lei nº 14.801 e do Decreto nº 11.964.

Essa especificação evita interpretações que possam estender indevidamente o conceito a títulos com benefícios fiscais de outra natureza, como CRI e CRA, que não dependem de aprovação ministerial nem se vinculam a projetos de infraestrutura ou inovação, sem, contudo, excluir a possibilidade de tais instrumentos serem considerados "valores mobiliários com benefícios fiscais" quando enquadrados no contexto exato das Leis nº 12.431/2011, nº 14.801/2024 e do Decreto nº 11.964/2024.

Alternativamente, entende-se que seria possível mitigar o risco de aplicação indevida mediante a inclusão da expressão "conforme aplicável" nos dispositivos que tratam dessas exigências adicionais; entretanto, a consolidação dessa distinção na própria definição confere maior clareza, segurança jurídica e coerência normativa, em linha com os objetivos da proposta apresentada por esta D. Comissão.

7. **Modificação ou revogação de ofertas**: A proposta apresentada por esta D. Comissão busca aperfeiçoar o art. 67 da Resolução CVM 160, de modo a disciplinar com maior clareza os procedimentos aplicáveis à modificação ou revogação de ofertas públicas, especialmente no que se refere à necessidade (ou dispensa) de aprovação prévia da SRE, a depender do rito de registro adotado.

No entanto, entendemos que a redação atualmente proposta para o §10 pode gerar dúvidas interpretativas quanto à possibilidade de modificação de ofertas registradas automaticamente, uma vez que, na forma como redigida, poderia ser lida como uma vedação à modificação dessas ofertas, e não apenas à prorrogação de seus prazos de distribuição.

Com o intuito de eliminar essa possível ambiguidade e reforçar a coerência do dispositivo, propõe-se a seguinte redação alternativa para deixar claro que a restrição se aplica apenas à prorrogação do prazo de distribuição, e não à própria possibilidade de modificação da oferta.

Dessa forma, sugerimos o seguinte ajuste à redação:

> ***Artigo 67, § 10º:***
>
> ***"Art. 67.***
>
> *(...)*
>
> *§ 10. A possibilidade de prorrogação do prazo de distribuição da oferta prevista no § 7º não se aplica aos casos de modificação de ofertas ~~à oferta~~ submetidas ao rito de registro automático."*

8. **Anúncio de início de distribuição em ofertas sem prospecto preliminar**: Acerca da substituição da referência a "prospecto preliminar" por "aviso ao mercado" no art. 47, entendemos pela sua adequação e suficiência.

9. **Dispensa de requisitos para concessão de registro de emissor**: A proposta apresentada por esta D. Comissão introduz o art. 7º-F na Resolução CVM 80, com o objetivo de permitir à CVM dispensar determinados requisitos formais para a concessão de registro de emissor, observados os princípios de interesse público, adequada informação e proteção ao investidor.

Entendemos pela adequação e suficiência da proposta, reconhecendo que a inclusão do novo artigo aperfeiçoa o marco regulatório, sem reduzir o nível de proteção aos investidores ou a transparência informacional exigida dos emissores.

10. **Questão Adicional - Necessidade de celebração de Contrato de Distribuição em ofertas realizadas diretamente pelo emissor**: Embora não conste expressamente entre os temas objeto desta consulta pública, entende-se pertinente registrar sugestão de reflexão regulatória relacionada à necessidade de celebração de contrato de distribuição em ofertas públicas realizadas diretamente pelo emissor, hipótese prevista em diferentes normas do arcabouço regulatório da CVM, como, por exemplo, a possiblidade de distribuição dos títulos de securitização pela própria companhia securitizadora, prevista no art. 43 da Resolução da CVM nº 60, de 23 de dezembro de 2021 ("Resolução CVM 60").

Nesses casos, observa-se lacuna normativa quanto à exigência formal de contrato de distribuição, uma vez que a emissora (securitizadora), atuando como ofertante e coordenadora de sua própria emissão, não exigiria celebrar contrato consigo mesma, situação que não encontra solução expressa na Resolução CVM 160.

A inexistência de previsão expressa de dispensa tem resultado em interpretações divergentes e inconsistências práticas quanto à necessidade de formalização contratual, ocasionando insegurança jurídica e falta de uniformidade procedimental nas ofertas conduzidas diretamente pela securitizadora.

Entendemos que o tema demanda avaliação sistêmica e integrada do regime de distribuição, especialmente nas hipóteses em que a própria emissora realiza a distribuição de seus valores mobiliários. Assim, não se propõe, neste momento, alteração redacional específica, mas apenas o registro da conveniência de futura análise por esta D. Comissão.

Trata-se de tema pontual, mas de relevante impacto prático, cuja reflexão poderá contribuir para maior previsibilidade, eficiência e coerência regulatória às operações conduzidas sem intermediário, sem prejuízo da proteção aos investidores e da transparência exigida nas ofertas públicas.

Sendo o que havia para o momento, reiteram-se os votos de elevada estima e consideração e coloca-se à disposição para prestar quaisquer esclarecimentos adicionais que eventualmente se façam necessários.

Atenciosamente,

**PMK Advogados**