São Paulo, 10 de outubro de 2025

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS
Rua Sete de Setembro, 111, 23º andar
Centro, Rio de Janeiro – RJ
CEP 20.050-901

Att.: **Sr. Antonio Carlos Berwanger**
Superintendente de Desenvolvimento de Mercado

Ref: Edital de Consulta Pública SDM nº03/25

Ilustríssimo Senhor Superintendente,

Stocche Forbes Advogados ("Stocche Forbes"), com fundamento no Edital de Consulta Pública SDM Nº 03/25 ("Edital") e de acordo com as orientações nesse incorporadas, vem, respeitosamente, apresentar a essa D. Comissão de Valores Mobiliários ("CVM", "Autarquia" ou "Comissão") nossas sugestões relacionadas às propostas de alterações na Resolução da CVM nº 160 de 13 de julho de 2022, conforme alterada ("Resolução CVM 160"), a qual dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição primária ou secundária de valores mobiliários e a negociação de valores mobiliários ofertados nos mercados regulamentados.

Dessa forma, o presente documento apresenta nossos comentários às modificações propostas pelo Edital, com intuito de auxiliar D. Comissão na promoção da harmonização da redação e às alterações ora propostas por D. Autarquia.

2.1. Demonstrações financeiras do devedor ou coobrigado em operações de securitização

a. ***Comentário Stocche Forbes.***

Em resposta à consulta formulada pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais, a Superintendência de Securitização e Agronegócio – SSE da CVM manifestou, dentre outros, o entendimento de que a correta interpretação dos artigos 43-A e 51 da Resolução CVM 60 é de alternatividade quanto a apresentação de demonstrações financeiras de devedores ou coobrigados em operações de securitização ("Decisão do Colegiado").

Nesse contexto, concordamos com a proposta de incorporação das notas de rodapé aos itens 11.3 e 12.3, dos Anexos D e E da Resolução CVM 160, de modo a positivar a Decisão do Colegiado quanto à não obrigatoriedade de apresentação conjunta de demonstrações financeiras auditadas de devedor e coobrigados responsáveis por mais de 20% (vinte por cento) dos direitos creditórios em operações de securitização e/ou ofertas de fundos de investimento em direitos creditórios, a menos que ambos já possuam demonstrações financeiras auditadas, situação na qual seria mandatória a apresentação conjunta.

Portanto, entendemos que o ajuste de redação proposto visa apenas evitar interpretações divergentes em relação a alternatividade da conjunção "ou" nos itens 11.3 e 12.3, dos Anexos D e E da Resolução CVM 160. Nesse sentido, entendemos que a inclusão do trecho "*desde que seja a demonstração financeira que melhor evidencie os riscos da operação e as condições de cumprimento das obrigações*" pode levar à conclusão de que, se apenas um deles (devedor ou coobrigado) possui demonstrações financeiras auditadas, mas que as demonstrações financeiras de outro de alguma forma evidenciariam melhor os riscos da operação, a oferta não poderia ser destinada a investidores não profissionais. Essa incerteza e subjetividade parecem contrárias ao espírito da alteração proposta. Afinal, se uma oferta destinada para investidores não profissionais poderia ser lastreada em créditos devidos por um devedor que possua demonstrações financeiras auditadas, seria incongruente impedir que a mesma oferta não pudesse ser distribuída para tal público investidor caso haja a inclusão de um coobrigado que não possua demonstrações financeiras auditadas, ainda que se conclua, por algum motivo, que tais demonstrações financeiras seriam preferíveis. Além disso, caso ambos (devedor e coobrigado) possuam demonstrações financeiras auditadas, essa análise seria ineficaz, uma vez que a Decisão do Colegiado e a própria sugestão de nota de rodapé evidenciam que a apresentação de ambas é mandatória.

Além disso, considerando que uma mesma emissão pode contar com mais de um coobrigado, fizemos ajustes pontuais nesse sentido.

b. ***Proposta de alteração***

"*É necessária a apresentação de apenas uma demonstração financeira auditada, seja a do devedor ou a ~~do~~ de um coobrigado~~, desde que seja a demonstração financeira que melhor evidencie os riscos da operação e as condições de cumprimento das obrigações~~. Entretanto, caso tanto o devedor quanto o(s) coobrigado(s) elaborem demonstrações financeiras auditadas, a divulgação de ~~ambas~~ todas as demonstrações financeiras auditadas é obrigatória.*"

2.2. Indicadores econômico-financeiros relacionados a ofertas de dívida

a. ***Comentário Stocche Forbes.***

Primeiramente, reconhecemos a importância de buscar um padrão que ajude os investidores a analisar e comparar diferentes emissões. No entanto, a variedade nos perfis de emissores, setores de atuação e tipo de dívida (corporativa, vinculada a projeto, com ou sem garantia etc), fazem com que a determinação de que um indicador fixo para todas as emissões possa trazer mais questionamentos do que efetivamente auxiliar na tomada de decisão pelos investidores.

O próprio EBITDA, embora tenha seu calculo padronizado pela Resolução da CVM nº 156 de 23 de junho de 2022, raramente é utilizado em sua forma simples, sendo comumente ajustado para se adequar à realidade dos diferentes emissores.

Dessa forma, sugerimos excluir da lâmina a necessidade de divulgação do indicador "*Valor da empresa / (EBTIDA pro forma)*". Pelo mesmo motivo, também sugerimos excluir o indicador "*Caixa líquido e investimentos (pro forma)*". Pela nossa experiência, esse indicador também não costuma ser tão relevante na análise dos investidores e, até pelo espírito da lâmina de ser um documento resumido que concentra as principais informações para os investidores, não nos parece que tais informações deveriam ser mantidas.

Com o objetivo de focar no que é relevante para a tomada de decisão, nossa sugestão para esse item seria incluir um campo para inclusão do indicador financeiro que o emissor se obrigou a observar no âmbito da escritura de emissão, caso aplicável. O título do campo seria "Indicador financeiro previsto na escritura de emissão" e deveria haver algumas opções para serem escolhidas pelo emissor (podendo escolher mais de uma). Nesse caso, além de alguns exemplos como "Dívida Líquida / EBITDA" e "ICSD", seria importante ter uma opção "Outros" que abrisse uma caixa para ser um incluído o respectivo indicador, bem como uma opção "Não aplicável". Além disso, seria importante ter uma nota de rodapé geral em todas as lâminas indicando que as definições aplicáveis para o cálculo dos indicadores constam do prospeto e da escritura de emissão.

b. ***Proposta de alteração.***

1.

• Alínea b.2.10 incluída pela Resolução CVM nº 226, de 6 de março de 2025		
C. Outras informações		
c.1) Número total de debêntures emitidas para a oferta	Número inteiro, sem casas decimais	Seção #.#
c.2) Montante total ofertado	Em R$ milhões (até duas casas decimais)	Seção #.#
~~Caixa líquido e investimentos (*pro forma*)~~		~~Seção #.#~~
~~Valor da Empresa/EBITDA pro forma~~		~~Seção #.#~~
c.3) Indicador financeiro previsto na escritura de emissão e no prospecto	☐ Sim[1] ☐ Não aplicável	Seção #.#
c.3.i) Dívida líquida/EBITDA		Seção #.#
c.3.ii) Índice de Cobertura do Serviço da Dívida - ICSD		Seção #.#
c.3.iii) Outros		Seção #.#

1 - As definições aplicáveis para o cálculo do (s) indicador(es) financeiro (os) constam na escritura de emissão ou no prospecto.

2.3. Rateio em despesas de oferta mista

a. ***Comentário Stocche Forbes***

A minuta propõe a inclusão de uma nova informação nos prospectos de ofertas públicas primárias e secundárias (mistas) de ações e de cotas de fundo de investimento fechados, a serem incluídas nos anexos A e C. Dessa maneira, os itens 11.3 dos referidos anexos passam a requerer a divulgação de como os custos de distribuição da oferta serão divididos entre os ofertantes das distribuições primária e secundária de valores mobiliários.

Sugerimos apenas ajustar a redação, no anexo C, para substituir o termo "ações" para "cotas", tendo em vista que o referido anexo se refere a fundos de investimento fechados.

b. ***Proposta de alteração:***

"ANEXO C – PROSPECTO DE FUNDOS FECHADOS

Informações do Prospecto

11. .....

11.3 No caso de oferta que envolva distribuições primária e secundária de ~~ações~~ cotas, indicação de como os custos de distribuição serão divididos entre o emissor e os demais ofertantes. ....." *(NR)*

2.4. Revenda de valores mobiliários emitidos por emissor não registrado

a. Comentários Stocche Forbes.

Sem comentários.

2.5. Ofertas Públicas de Valores Mobiliários objeto de benefícios fiscais

a. ***Comentários Stocche Forbes.***

A minuta tem por objetivo refletir as inovações introduzidas pela Lei nº 14.801, de 9 de janeiro de 2024 ("Lei 14.801"), que dispõe sobre as debêntures de infraestrutura e traz alterações ao marco legal das debêntures incentivadas previsto na Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011 ("Lei 12.431"), ampliando os instrumentos de financiamento a projetos de investimento considerados como prioritários na forma regulamentada pelo Poder Executivo federal nas áreas

de infraestrutura ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação.

Entendemos que as alterações propostas para a Resolução CVM 160 para refletir as inovações trazidas pela Lei 14.801 e as alterações da Lei 12.431 são relevantes e importantes. Contudo, sugerimos alguns ajustes de redação de acordo com padrões de mercado a fim de garantir segurança aos investidores e ao mesmo tempo evitar excesso de burocracia às sociedades que procuram acesso ao mercado de capitais.

b. ***Propostas de alteração.***

1. A redação do §8º - A do Art.17 é ampla ao indicar que as exigências do §8º devem constar em todos os documentos da oferta que tenham como destinatários potenciais investidores. Sugerimos que tais informações sejam obrigatórias somente no Aviso ao Mercado, no Anúncio de Início, no Anúncio de Encerramento e nos Materiais Publicitários visto que é o que o Decreto nº 11.964 de 26 de março de 2024 exige. Ademais, entendemos que a divulgação por estes meios contempla, de forma satisfatória, o princípio da publicidade buscada pelo legislador. Segue a sugestão de redação abaixo:

> *"Art. 17.....*
> *.....*
> *§ 8º-A Nos casos previstos nesta Resolução em que é dispensada a elaboração de um prospecto, as informações previstas no § 8º devem constar ao menos no Aviso ao Mercado, no Anúncio de Início, no Anúncio de Encerramento e nos materiais publicitários ~~em todos os demais documentos~~ da oferta que tenham como destinatários potenciais investidores.*
> *..... " (NR)*

2. A redação dos itens 3.9 do Anexo B, 3.6 do Anexo D e 3.6 do Anexo E não indica "valores mobiliários com benefícios fiscais" que é termo definido decorrente das alterações no artigo 2º, para a inclusão do inciso XXII – A, sendo assim sugerimos deixar indicado tal termo, de modo a evitar dúvidas e garantir a razão de ser da alteração legal proposta, conforme abaixo:

> *"ANEXO B – PROSPECTO DE DÍVIDA*
> *.....*
> *Informações do Prospecto*
> *3. .....*
> *3.8..... (NR)*
>
> *3.9 No caso de ofertas públicas de valores mobiliários com benefícios fiscais~~Se o título ofertado contar com benefícios fiscais~~ voltados à implementação de projeto de investimento considerado prioritário pelo Poder Público:*
> *....." (NR)*

"ANEXO D – PROSPECTO DE FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS – FIDC
.....
Informações do Prospecto
3. .....
3.5.....
3.6. No caso de ofertas públicas de valores mobiliários com benefícios fiscais ~~o título ofertado contar com benefícios fiscais~~ voltados à implementação de projeto de investimento considerado prioritário pelo Poder Público:
....." (NR)

"ANEXO E – PROSPECTO DE SECURITIZAÇÃO – SECURITIZADORAS
.....
Informações do Prospecto
3. .....
3.6. No caso de ofertas públicas de valores mobiliários com benefícios fiscais~~Se o título ofertado contar com benefícios fiscais~~ voltados à implementação de projeto de investimento considerado prioritário pelo Poder Público:
..... (NR)

3. A inclusão do trecho "não conversíveis em ações" nas definições constantes dos incisos "III-A" e "III-B", do Artigo 2º, da Resolução CVM 160, nos parece inadequada, uma vez que não há previsão nas normas das debêntures incentivadas e das debêntures de infraestrutura indicando que essas debêntures não possam ser conversíveis. Nesse sentido, sugerimos a retirada do referido trecho, de modo a evitar interpretações equivocadas. Seguem as sugestões de ajuste:

"Art. 2º.....
.....

III-A – debêntures incentivadas: debêntures ~~não conversíveis~~ de que trata o art. 2º da Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011;

III-B – debêntures de infraestrutura: debêntures ~~não conversíveis~~ de que trata a Lei nº 14.801, de 9 de janeiro de 2024;

4. Adicionalmente, algumas menções referentes à necessidade de inclusão de informações sobre o protocolo junto ao ministério setorial ou sobre a portaria parecem carecer de consistência, uma vez que em determinados trechos da minuta de sugestão de alterações é mencionado somente o protocolo ou a portaria, quando entendemos que deveriam ser mencionados ambos para fins de consistência, conforme aplicável. Nesse sentido, seguem nossas sugestões de ajustes:

"Art. 17.....

.....

§ 8º No caso de valores mobiliários com benefícios fiscais, as capas do prospecto preliminar, se utilizado, e do definitivo devem conter em destaque:

I – o número e a data *do protocolo junto ao minstério setorial ou da~~e~~* publicação da portaria de aprovação do projeto de investimento pelo ministério setorial responsável*, conforme aplicável, nos termos da* ~~*caso tal portaria seja exigida pela*~~ regulamentação específica; e

..... " (NR)

"Art. 27.....

I - .....

.....

c) nos casos de ofertas de emissores registrados, declaração de que o registro de emissor encontra-se atualizado;

II - .....

.....

c) declaração contendo memória de cálculo demonstrando que o emissor se enquadra na definição de EGEM ou de EFRF, quando for o caso; e

III – caso ~~d~~se trate de oferta pública de valores mobiliários com benefícios fiscais, comprovação da portaria de aprovação do projeto de investimento ou do protocolo, conforme aplicável, 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.

..... " (NR)

"Art. 29.....

.....

VII – .....

.....

c) os recursos captados na oferta sejam preponderantemente destinados a investimentos em atividades ainda não desenvolvidas pelo emissor e que sejam alheias aos negócios ordinários do emissor;

VII-A – caso ~~d~~se trate de oferta pública de valores mobiliários com benefícios fiscais, comprovação da portaria de aprovação do projeto de investimento ou do protocolo, conforme aplicável, 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; e

..... " (NR)

"Art. 57. .....

§ 1º .....

IV – o cronograma da oferta;

V – o seguinte aviso: "Foi dispensada divulgação de prospecto e da lâmina da oferta para a realização desta oferta", em caso de oferta destinada exclusivamente a investidores profissionais; e
VI – nos casos de ofertas públicas de valores mobiliários com benefícios fiscais:
a) o número e a data do protocolo junto ao minstério setorial ou da~~e~~ publicação da portaria de aprovação do projeto de investimento pelo ministério setorial responsável, conforme aplicável, nos termos da ~~caso tal portaria seja exigida pela~~ regulamentação específica; e
b) o compromisso de alocação dos recursos obtidos no projeto de investimento aprovado.
..... " (NR)

"Art. 59.....
.....
§ 3º.....
.....
VI – número e data do registro na CVM, de forma destacada;
VII – se for o caso de oferta destinada exclusivamente a investidores profissionais, o seguinte aviso: "Foi dispensada divulgação de um prospecto para a realização desta oferta"; e
VIII – nos casos de ofertas públicas de valores mobiliários com benefícios fiscais:

a) o número e a data do protocolo junto ao minstério setorial ou da~~e~~ publicação da portaria de aprovação do projeto de investimento pelo ministério setorial responsável, conforme aplicável, nos termos da ~~caso tal portaria seja exigida pela~~ regulamentação específica; e
b) o compromisso de alocação dos recursos obtidos no projeto de investimento aprovado.
....." (NR)

"ANEXO M – ANÚNCIO DE ENCERRAMENTO
.....
6. Os dizeres, de forma destacada: "Este anúncio é de caráter exclusivamente informativo, não se tratando de oferta de venda de valores mobiliários";
7. Dados finais de distribuição, constantes do último resumo mensal de distribuição (Anexo N); e
8. No caso de oferta pública de valores mobiliários com benefícios fiscais:
8.1. Número e a data do protocolo junto ao minstério setorial ou da~~e~~ publicação da portaria de aprovação do projeto de investimento pelo ministério setorial responsável, conforme aplicável, nos termos da ~~caso tal portaria seja exigida pela~~ regulamentação específica; e
8.2. Compromisso de alocação dos recursos obtidos no projeto de investimento aprovado."

....."(NR)

2.6. Modificação ou revogação de ofertas

a. ***Comentário Stocche Forbes.***

O art. 67 da Resolução CVM nº 160 dispõe sobre procedimentos relativos à modificação e à revogação de ofertas públicas e estabelece distinção relevante quanto ao rito de registro: a aprovação prévia da SRE é necessária nos casos de rito ordinário, mas não se aplica às ofertas conduzidas pelo rito automático.

Nesse contexto, concordamos com a proposta de alteração dos §§ 1° e 2° do art. 67 da Resolução CVM n° 160 para inclusão de menções à revogação de ofertas, na medida em que contribui para conferir maior clareza quanto ao tratamento aplicável às hipóteses de modificação e revogação de ofertas públicas e positiva entendimentos já manifestados pela CVM.

Por fim, em relação ao § 7º do art. 67, entendemos adequado o ajuste de redação proposto, uma vez que torna explicito que a prorrogação do prazo de distribuição somente pode ocorrer quando houver deferimento, pela SRE, de pedido de modificação da oferta. Ressalte-se, ainda, que tal prerrogativa deve se aplicar exclusivamente às ofertas submetidas ao rito ordinário, preservando a lógica de maior flexibilidade do rito automático, em que não se justifica a possibilidade de extensão do prazo de distribuição. Contudo, entendemos não ser necessário um novo parágrafo para tratar da matéria, podendo o ajuste ser feito diretamente na redação do próprio § 7°, de modo a evitar sobreposição ou duplicidade normativa.

b. ***Proposta de alteração.***

"Art. 67.....
.....

§ 1º No caso de oferta submetida ao rito de registro ordinário, a revogação ou a modificação da oferta realizada após a concessão do registro da oferta, exceto se exclusivamente relacionada ao cronograma, devem ser submetidas à aprovação prévia da SRE.

§ 2º No caso de oferta submetida ao rito de registro automático, a revogação ou a modificação de oferta não dependem de aprovação prévia da SRE.

.....

§ 7º Tendo sido deferida a modificação, a SRE pode, uma única vez, por sua própria iniciativa ou a requerimento do ofertante, prorrogar o prazo de distribuição da oferta por até 90 (noventa) dias, não se aplicando tal possibilidade às ofertas submetidas ao rito de registro automático.

2.7. Anúncio de início de distribuição em ofertas sem prospecto preliminar

a. ***Comentários Stocche Forbes***

Sem comentários.

2.8. Outras Alterações

Não temos comentários às demais alterações propostas no Edital. Contudo, embora as regras abaixo não tenham sido objeto de proposta de alteração, aproveitamos a oportunidade para sugerir alguns ajustes pontuais em outros dispositivos da Resolução CVM 160 para fins de consistência.

2.8.1. Anexo B, item 2.1 (h) e Anexo E, item 4.1 (h), ambos da Resolução CVM 160

a. Comentários Stocche Forbes

O artigo 6º, parágrafo 2º, inciso II, da Resolução CVM 17, positiva a necessidade de inclusão no prospecto, de forma destacada, informações sobre outras emissões do grupo nas quais o agente fiduciário atua, além daquela específica. No entanto, isso não está no rol das informações que devem constar dos prospectos indicados nos anexos B e E da Resolução CVM 160. Nesse sentido, para fins de consistência, sugerimos fazer um mínimo ajuste em tais anexos para incluir essa informação, nos termos da complementação do itens 2.1 (h) e 4.1 (h) abaixo:

b. Proposta de alteração.

"ANEXO B – PROSPECTO DE DÍVIDA
.....
Informações da Capa do Prospecto
2. .....
2.1..... (NR)

h) agente fiduciário, incluindo, conforme o caso, a referência ao item do instrumento de emissão que indica outras emissões do emissor ou de sociedade coligada, controlada, controladora ou integrante do mesmo grupo, nas quais o agente fiduciário atue como agente fiduciário, agente de notas ou como agente de garantias.
....." (NR)

"ANEXO E – PROSPECTO DE SECURITIZAÇÃO
.....
Informações da Capa do Prospecto
4. .....
4.1..... (NR)

h) agente fiduciário, incluindo, conforme o caso, a referência ao item do instrumento de emissão que indica outras emissões do emissor ou de sociedade coligada, controlada,

controladora ou integrante do mesmo grupo, nas quais o agente fiduciário atue como agente fiduciário, agente de notas ou como agente de garantias.
.....” (NR)

2.8.2. Artigo 86 da Resolução CVM 160

a. Comentários Stocche Forbes

Os incisos I, II, III e VI, do artigo 86 da Resolução CVM 160 estabelecem restrições à negociação de ativos em mercados regulamentados, de ofertas registradas sob o rito de registro automático na CVM, destinadas a investidores profissionais. Nesse sentido, são positivados períodos de carência para que o valor mobiliário ofertado possa ser revendido a determinado público-alvo (investidores qualificados ou público investidor em geral, conforme o caso).

Entretanto, a nossa proposta visa incluir um novo parágrafo ao artigo 86 da Resolução CVM para refletir a não obrigatoriedade da observância dessas restrições à negociação, na hipótese de algum investidor realizar uma oferta de distribuição secundária desse mesmo valor mobiliário para investidores qualificados ou ao público investidor em geral, conforme o caso, anteriormente ao término dos períodos de carência positivados nos incisos I, II, III e VI do artigo 86 da Resolução CVM 160.

b. Proposta de alteração.

Art. 86.....
.....

§ 5º As restrições à negociação previstas nos incisos I, II, III e VI do caput deste artigo deixam de ser aplicadas caso seja realizada uma oferta de distribuição secundária desse mesmo valor mobiliário para investidores qualificados ou ao público investidor em geral, conforme o caso, anteriormente ao encerramento dos períodos de vedação à negociação positivados no respectivos incisos.

* * *

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,

STOCCHE FORBES ADVOGADOS