



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 49/2020-CVM/SRE/GER-2

Rio de Janeiro, 15 de julho de 2020

Para: SGE/COL  
De: SRE/GER-2

**Assunto: Pedido de dispensa do Boletim de Subscrição para Investidores Institucionais, nos termos do Art. 85, §2º da Lei das Sociedades por Ações**

Senhor Superintendente,

1. Trata-se de pedido de dispensa do uso de Boletim de Subscrição para investidores institucionais, com fundamento no recém alterado art. 85, §2º da Lei nº 6.404/76 ("Lei das Sociedades por Ações" ou "Lei 6.404/76"), apresentado no âmbito do pedido de registro da oferta pública de distribuição inicial, primária, de ações ordinárias de emissão de RIVA 9 EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS S.A. ("Emissora"), tendo como instituição intermediária líder o BANCO BTG PACTUAL S.A. ("Coordenador Líder" e em conjunto com a Emissora, "Ofertantes").
2. Os Ofertantes informam, no âmbito do pleito de registro da Oferta, que "[n]os termos do §2º do artigo 85 da Lei das Sociedades por Ações, este Pedido de Registro não será instruído com o boletim de subscrição para Investidores Institucionais, tendo em vista que os Coordenadores da Oferta se utilizarão da prerrogativa de dispensar a formalização desse instrumento no contexto da Oferta".
3. Nesse sentido, submetemos ao Colegiado a manifestação desta área técnica a respeito do tema no caso concreto, não obstante, tendo em vista a relevância da alteração legal em referência no âmbito das ofertas públicas de distribuição em geral, julgamos oportuno solicitar que o Colegiado aprecie também a proposta da SRE para o tratamento da nova redação da Lei 6.404/76 em termos de reflexos na documentação exigida para quaisquer ofertas públicas de distribuição.

### I. CONTEXTO

4. O boletim de subscrição é documento previsto no art. 85 da Lei nº 6.404/76, que trata das sociedades por ações, e representa a formalização do ato da subscrição de ações de companhia aberta. Por força dos arts. 106 e 107 da mesma lei<sup>1</sup>, tal documento obriga o acionista ao respectivo pagamento, na forma como nele estipulado, constituindo-se em título executivo extrajudicial, reconhecido no âmbito do Código de Processo Civil conforme atual artigo 784, inciso XII<sup>2</sup>.
5. Em que pese tal previsão para o caso de subscrição de ações, por exemplo, no âmbito da regulação dos fundos de investimento não se identifica a exigência de tal documento como condição para o ingresso do cotista ao fundo, quer seja na normatização emanada pela CVM, sob a competência estabelecida na Lei nº 6.385/76 (art. 8º inciso I), ou ainda no recém incorporado Capítulo X do Título III do Código Civil. Com efeito, a entrada de cotista em fundo de investimento se dá mediante formalização do termo de adesão ao fundo.

6. A CVM, ao regular as ofertas públicas de distribuição, desde a precursora Instrução CVM nº 13/80 e prosseguindo com a Instrução CVM nº 400/03 ("ICVM 400/03"), identificou o boletim de subscrição como documento necessário à instrução do pedido de registro de ofertas, especificamente conforme item 4 do Anexo II desta última instrução, sendo que através de tal documento se dá a formalização da adesão do investidor à oferta de distribuição primária. Há de se considerar que a Instrução revogada pela ICVM 400/03 disciplinava especificamente "aumento de capital por subscrição de ações e registro de distribuição de ações mediante subscrição pública" ao passo em que a ICVM 400/03, apesar de ter incorporado de forma mais abrangente em sua ementa a disciplina sobre ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, em algumas passagens claramente dialoga mais diretamente com ofertas de valores mobiliários de emissão de companhias abertas.

7. Não obstante a presunção do documento em referência, a ICVM 400/03 cita em diversos dispositivos "ato(s) de aceitação" da oferta sem atrelá-los à celebração do boletim de subscrição. Isto ocorre não apenas, obviamente, quando dispõe sobre regras que guardam relação ao período em que ocorre a coleta de intenção de investimentos/pedidos de reserva, fase anterior ao início da distribuição, mas mesmo em situações que podem se referir já ao momento da distribuição efetivamente, como, por exemplo, quando trata da possibilidade de distribuição parcial, notadamente: "*Art. 31. Havendo a possibilidade de distribuição parcial, o investidor poderá, no ato de aceitação, condicionar sua adesão a que haja distribuição [...]*".

8. Com efeito, a ICVM 400/03 cita o "modelo de boletim de subscrição" exclusivamente ao elencar os documentos necessários ao pedido de registro de oferta (Anexo II), dispondo que tal documento deve conter: a) previsão para identificação de sua numeração; b) espaço para a assinatura do subscritor ou adquirente; c) condições de integralização, subscrição ou aquisição de sobras, se for o caso; e d) declaração do subscritor ou adquirente de haver obtido exemplar do Prospecto Definitivo.

9. Desta forma, resumidamente em relação ao arcabouço jurídico relacionado ao boletim de subscrição, temos: (i) trata-se de documento cuja formalização encontra fundamento legal na Lei nº 6.404/76; (ii) por sua vez a ICVM 400/03 aponta tal documento como necessário ao pedido de registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários; (iii) entretanto referida instrução não vincula diretamente o ato de aceitação da oferta à formalização do mesmo.

10. A Medida Provisória nº 881/2019, de agosto de 2019, convertida na Lei nº 13.874/2019, conhecida como Lei da Liberdade Econômica, dentre outras matérias, deliberou sobre o boletim de subscrição, introduzindo mudança significativa no arcabouço acima resumido.

11. Especificamente a partir da precitada alteração legal o art. 85 da Lei das Sociedades por Ações passou a apresentar a seguinte redação:

*Art. 85. No ato da subscrição das ações a serem realizadas em dinheiro, o subscritor pagará a entrada e assinará a lista ou o boletim individual autenticados pela instituição autorizada a receber as entradas, qualificando-se pelo nome, nacionalidade, residência, estado civil, profissão e documento de identidade, ou, se pessoa jurídica, pela firma ou denominação, nacionalidade e sede, devendo especificar o número das ações subscritas, a sua espécie e classe, se houver mais de uma, e o total da entrada.*

~~*Parágrafo único. A subscrição poderá ser feita, nas condições previstas no prospecto, por carta à instituição, com as declarações preseritas neste artigo e o pagamento da entrada.*~~

~~*§ 1º A subscrição poderá ser feita, nas condições previstas no prospecto, por carta à instituição, acompanhada das declarações a que se refere este artigo e do pagamento da entrada. (Incluído pela Medida Provisória nº 881, de 2019).*~~

~~*§ 2º Será dispensada a assinatura de lista ou de boletim a que se refere o caput na hipótese de oferta pública cuja liquidação ocorra por meio de sistema administrado por entidade administradora de mercados organizados de valores mobiliários. (Incluído pela Medida Provisória nº 881, de 2019).*~~

*§ 1º A subscrição poderá ser feita, nas condições previstas no prospecto, por carta à instituição, acompanhada das declarações a que se refere este artigo e do pagamento da entrada. (Incluído pela Lei nº 13.874, de 2019).*

*§ 2º Será dispensada a assinatura de lista ou de boletim a que se refere o caput deste artigo na hipótese de oferta pública cuja liquidação ocorra por meio de sistema administrado por entidade administradora de mercados organizados de valores mobiliários. (Incluído pela Lei nº 13.874, de 2019).*

12. Da exposição de motivos da medida provisória que deu origem à Lei da Liberdade Econômica tem-se o seguinte esclarecimento a respeito da inserção do parágrafo 2º ao art. 85, acima citado:

*no escopo de facilitar investimento e reduzir custos de transação, alterações são feitas na legislação de sociedades anônimas. Propõe-se a dispensa da utilização de lista e boletim de subscrição, previstos na Lei das S.A., no âmbito de ofertas públicas de ações liquidadas por meio de sistema administrado por entidade administradora de mercados organizados de valores mobiliários. Conforme procedimentos de liquidação, o fluxo operacional atualmente utilizado pela Bolsa de Valores proporciona o controle dos investidores adquirentes de ações em ofertas públicas de distribuição, caso seja necessária comprovação de titularidade perante terceiros, incluindo órgãos reguladores e em juízo. Assim, é desnecessário o atual controle previsto na Lei.*

13. Resta assim demonstrada a intenção do legislador de excluir a formalização de tal documento, e não apenas o aspecto formal de sua assinatura, na hipótese de liquidação da oferta de distribuição realizada através de bolsa de valores, no caso a B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão ("B3"), única entidade atualmente autorizada pela CVM a administrar mercados regulados de valores mobiliários.

14. Cabe, portanto, a análise dos aspectos que motivaram a nova redação do dispositivo em comento de modo a identificar a potencial repercussão no âmbito da regulação da CVM.

15. O racional que subsidiou o dispositivo introduzido pela Lei da Liberdade Econômica tem origem na própria evolução do Sistema de Pagamentos Brasileiro. Com a implantação do Sistema de Transferência de Reservas em 2002, marco a partir do qual foi viabilizado um alto grau de automação nas liquidações interbancárias, com a utilização de mensagens eletrônicas para transferência de fundos e liquidação de obrigações, em substituição aos instrumentos baseados em papel, possibilitando a implementação do princípio da entrega contra pagamento em todos os sistemas de compensação e de liquidação de operação de títulos e valores mobiliários.

16. No caso da B3, o Sistema de Distribuição de Ativos ("DDA") é utilizado para operacionalizar todas as ofertas de distribuição, observado o princípio acima. Ou seja, passou a ser uma impossibilidade prática a ocorrência da figura do acionista remisso previsto na Lei 6.404/76 uma vez que, caso o investidor não pague pelas ações que inicialmente demonstrou interesse de adquirir, tais ações não lhe serão alocadas, e conseqüentemente o processo de aumento de capital por subscrição pública liquidado na B3 passa a prescindir do uso do boletim de subscrição de ações, enquanto título executivo extrajudicial.

17. Importante ressaltar dois aspectos relevantes para o princípio da entrega contra pagamento de ativos financeiros no âmbito de processos de distribuição pública de valores mobiliários, os quais atuam na preservação dos interesses tanto de emissores como de investidores: (i) a eventual subscrição parcial em uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários é uma possibilidade regulada através dos artigos 30 e 31 da ICVM 400/03; e (ii) é prática recorrente nas ofertas públicas de ações a pactuação de garantia firme de liquidação, a ser prestada pelas instituições intermediárias que atuam na distribuição, que consiste na obrigação de liquidação da totalidade das ações que não forem integralizadas/liquidadas pelos investidores que as subscreverem.

18. Operacionalizam-se também sob o mesmo princípio de entrega contra pagamento as distribuições públicas de outros valores mobiliários, tais como debêntures e cotas de fundos estruturados, sendo comum também a pactuação de garantia firme de subscrição junto aos intermediários, ao menos em parcela da oferta.

19. Contextualizando, em termos práticos, em um processo de distribuição de ações e na hipótese de eventual falha no pagamento por parte de determinado investidor a B3 encaminha para o intermediário através do qual foi colocada a ordem, uma cobrança no valor financeiro correspondente, devendo esse intermediário exercer a garantia firme de liquidação, ou seja, efetuar o pagamento e ficar com as ações, que podem ser revendidas em momento posterior. Do ponto de vista da oferta houve encerramento com sucesso pois o total de ações subscritas foi efetivamente liquidado.

20. Já em distribuições nas quais não há pactuação de garantia firme de liquidação, situação comum à maioria das ofertas de distribuição de outros valores mobiliários, na hipótese de falha de pagamento de determinado investidor que tenha aderido à oferta o mesmo não recebe o ativo e portanto o ofertante receberá um valor financeiro menor do que o previsto, ocorrendo a subscrição parcial da oferta.

21. Nesse contexto, com a alteração promovida pela Lei da Liberdade Econômica, a previsão legal para a formalização do boletim de subscrição passa a contar com certo grau de flexibilização,

podendo ser dispensado na hipótese de distribuições de ações liquidadas em sistemas automatizados administrados por bolsa de valores.

## II. NOSSAS CONSIDERAÇÕES SOBRE A REGULAÇÃO DA MATÉRIA

22. Não se tratando mais de um requisito legal indispensável é oportuno verificar a possibilidade de flexibilização do uso de tal documento à luz da Instrução CVM nº 400/03. Convém inclusive ressaltar que o assunto em tela foi objeto de manifestações colhidas junto ao mercado no âmbito do Projeto Estratégico de Redução de Custo de Observância Regulatória, as quais constam da "Carteira de projetos e priorização de ações", decorrente de tal ação<sup>3</sup>.

23. Tal análise deve se centrar na função do boletim de subscrição enquanto documento através do qual, formalmente, são dispostas declarações e manifestações acerca de condições das ofertas públicas, firmadas pelos investidores ao aderir à oferta.

24. Nesse sentido, é relevante a perspectiva da função de tal documento quando a oferta pública se processa com a mecânica de coleta de intenções de investimento/pedidos de reserva e quando não há tal procedimento.

25. Relacionando-se a estas duas formas de estruturação da oferta pública há de se considerar que o momento de aceitação por parte do investidor é um marco importante para fins regulatórios, ato inclusive de caráter irrevogável, em relação ao qual, entretanto, não há tratamento prescritivo na ICVM 400/03, nem mesmo acerca da forma de vinculação do investidor a tal documento (notadamente a formalização da assinatura do mesmo) sendo certo que este ato, conforme a seguir explorado, em muitas estruturas de distribuição não se materializa no momento da celebração da subscrição.

26. Nesse sentido, nas ofertas que vão a mercado a partir da disponibilização do Prospecto Preliminar é utilizado, para o investidor não institucional, documento identificado como "pedido de reserva" que se presta a delimitar as condições de aceitação do investidor à oferta bem como prover declarações necessárias, tais como atesto da disponibilização do prospecto, identificação de situação de vinculação à oferta, etc, que acaba por replicar o conteúdo do boletim de subscrição<sup>4</sup>. Já no caso dos investidores institucionais as manifestações de intenção de investimento não são revestidas da mesma formalidade, restando claro, na documentação da oferta, a responsabilidade do investidor, que se enquadre nesse segmento, sobre os termos nos quais a aceitação ocorreu.

27. Ainda, mesmo na hipótese de ofertas que vão a mercado apenas quando já é possível, nos termos da ICVM 400/03, a subscrição do valor mobiliário (período de distribuição o qual tem início com o registro da oferta e a disponibilização do prospecto definitivo), pode haver o uso de documento que materialize a aceitação da oferta por parte dos investidores não institucionais, previamente à celebração do boletim de subscrição, documento este similar em conteúdo ao pedido de reserva, acima referido.

28. Com efeito, verifica-se na prática de uso das ofertas públicas de distribuição a maior formalização do ato de aceitação da oferta no segmento de investidores não institucionais (em linhas gerais: varejo, pessoas físicas) comparado aos procedimentos no caso de investidores institucionais (em linhas gerais: pessoas jurídicas que se classifiquem como investidores profissionais e qualificados). Tal constatação decorre do dever de verificação da adequação do produto ao investidor, conforme previsto na Instrução CVM nº 539/13 e ainda guarda relação ao pressuposto de maior necessidade de tutela ao investidor de varejo.

29. Ainda assim, vale nesse momento novamente apontar que, não obstante a ICVM 400/03 caracterizar a aceitação como irrevogável por parte do investidor, no âmbito da qual inclusive se dá a manifestação deste acerca de condições da oferta, não há na regulação delimitação da forma ou mesmo conteúdo do ato de aceitação de ofertas, o qual, em muitas estruturas de distribuição, se dissocia do momento em que é firmado o boletim de subscrição.

30. Em que pese a interpretação sistemática de tal constatação poder guardar relação ao fato de existir documento firmado pelo investidor quando do seu efetivo ingresso na oferta, o boletim de subscrição, prescindindo portanto a ICVM 400/03 de dispor sobre a formalização do ato de aceitação, há de se considerar que a própria formalização do boletim de subscrição tem origem na função precípua atribuída a tal documento legalmente, hoje não mais efetivo no caso das distribuições públicas liquidadas por meio de sistema administrado por entidade administradora de mercados organizados de valores mobiliários, conforme visto.

31. Diante de todo o exposto e à luz da desejável redução nos custos de observância incorridos pelos regulados, entende-se que o arcabouço normativo da CVM pode incorporar a mesma dispensa dada ao art. 85 da Lei das Sociedades por Ações pela Lei da Liberdade Econômica, conforme a seguir proposto.

### III. CONCLUSÃO E ENCAMINHAMENTO

32. Por todo o exposto, inicialmente tratando do caso concreto, relacionado à oferta pública de distribuição inicial, primária, de ações ordinárias de emissão de RIVA 9 EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS S.A., somos **favoráveis** à concessão da dispensa solicitada, notadamente a não utilização do boletim de subscrição para os investidores institucionais.

33. Já em relação ao reflexo, na regulação emanada por esta CVM, da modificação promovida a partir da Lei da Liberdade Econômica na previsão legal acerca do boletim de subscrição, entende-se oportuna a incorporação da dispensa à estrutura regulatória das ofertas públicas de distribuição, sendo certo, entretanto, que na opinião desta área técnica não seria adequado que tal dispensa se relacione à determinação de que os procedimentos relativos ao ato de aceitação da oferta se diferenciem do que hoje é utilizado na prática, sob pena de tornar inócua a almejada redução no custo de observância decorrente da dispensa do boletim de subscrição.

34. Nesse sentido, deve ser ressaltado que o documento de aceitação a ser utilizado em ofertas públicas de distribuição que não façam uso do boletim de subscrição deve conter ao menos: (i) condições de integralização, subscrição ou aquisição de sobras, se for o caso; (ii) dispor sobre as condições aplicáveis caso a oferta conte com a possibilidade de distribuição parcial; (iii) possibilitar a identificação da condição de investidor vinculado à oferta; e (iv) termo de obtenção de cópia do prospecto preliminar ou definitivo. Por sua vez, no que diz respeito à celebração de tal documento por parte do investidor, o intermediário deverá adotar procedimentos que julguem necessários de modo a conferir adequado grau de formalização, inclusive, mas não se restringindo, ao método de assinatura/atesto de aceite do documento de aceitação da oferta.

35. Desta forma, submetemos à aprovação do Colegiado a edição de Deliberação que confira competência à SRE para dispensar a apresentação de modelo de boletim de subscrição, previsto no item 4, Anexo II da ICVM 400/03, e ressalte que, na hipótese de não utilização deste documento no âmbito da distribuição, os intermediários devem prover, ao menos para os investidores que participem da *tranche* não institucional, documento de aceitação da oferta que observe o quanto acima apontado.

Atenciosamente,

ELAINE MOREIRA M. DE LA ROCQUE  
Gerente de Registros - 2

De acordo. Ao SGE.  
LUIS MIGUEL R. SONO  
Superintendente de Registro de Valores Mobiliários

Ciente. À EXE, para as providências exigíveis.  
ALEXANDRE PINHEIRO DOS SANTOS  
Superintendente Geral

<sup>1</sup> Art. 106. O acionista é obrigado a realizar, nas condições previstas no estatuto ou no boletim de subscrição, a prestação correspondente às ações subscritas ou adquiridas.

§ 1º Se o estatuto e o boletim forem omissos quanto ao montante da prestação e ao prazo ou data do pagamento, caberá aos órgãos da administração efetuar chamada, mediante avisos publicados na imprensa, por 3 (três) vezes, no mínimo, fixando prazo, não inferior a 30 (trinta) dias, para o pagamento.

§ 2º O acionista que não fizer o pagamento nas condições previstas no estatuto ou boletim, ou na chamada, ficará de pleno direito constituído em mora, sujeitando-se ao pagamento dos juros, da correção monetária e da multa que o estatuto determinar, esta não superior a 10% (dez por cento) do valor da prestação.

Art. 107. Verificada a mora do acionista, a companhia pode, à sua escolha:

I - promover contra o acionista, e os que com ele forem solidariamente responsáveis (artigo 108), processo de execução para cobrar as importâncias devidas, servindo o boletim de subscrição e o aviso de chamada como título extrajudicial nos termos do Código de Processo Civil; ou  
II - mandar vender as ações em bolsa de valores, por conta e risco do acionista.  
[...]

<sup>2</sup> Art. 784. São títulos executivos extrajudiciais:

[...]

XII - todos os demais títulos aos quais, por disposição expressa, a lei atribuir força executiva.

[...]

<sup>3</sup> Foram acolhidas 4 sugestões relacionadas ao boletim de subscrição, remetidas pela B3 e pela Anbima, que vão desde a flexibilização dos termos, conteúdo e modo de celebração do boletim de subscrição até à própria possibilidade de dispensa de tal documento, considerando que à época das referidas manifestações (2018) não havia a dispensa do documento na Lei nº 6.404/76. Tais manifestações foram incluídas na carteira de projetos, uma das entregas do Projeto Estratégico de Redução de Custo de Observância Regulatória, notadamente no item relacionado à revisão do regramento das ofertas públicas de distribuição.

<sup>4</sup> Na prática o boletim de subscrição é contido no pedido de reserva como anexo, sendo que o investidor não institucional, ao formalizar o pedido de reserva delega ao intermediário poderes para, em seu nome, assinar o boletim de subscrição, posteriormente.



Documento assinado eletronicamente por **Elaine Moreira Martins de La Rocque, Gerente**, em 15/07/2020, às 19:39, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Luis Miguel Jacinto Mateus Rodrigues Sono, Superintendente de Registro**, em 15/07/2020, às 19:42, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Alexandre Pinheiro dos Santos, Superintendente Geral**, em 15/07/2020, às 23:41, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), informando o código verificador **1054649** e o código CRC **D2F54DC4**.

*This document's authenticity can be verified by accessing [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), and typing the "Código Verificador" **1054649** and the "Código CRC" **D2F54DC4**.*