



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000

SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Ofício Interno nº 135/2021/CVM/SRE/GER-2

Rio de Janeiro, 02 de outubro de 2021.

Ao: SGE
De: SRE/GER-2

Assunto: **Consulta sobre pedido de registro de distribuição pública de ações ordinárias da Comerc Participações S.A.**
Processo SEI n.º 19957.006485/2021-15

Senhor Superintendente Geral,

1. Reportamo-nos ao pedido, protocolado em 14/08/2021, de registro da oferta pública de distribuição inicial, primária ("Oferta"), de ações ordinárias de emissão de **Comerc Participações S.A.** ("Emissora" ou "Comerc"), tendo como instituição intermediária líder o Banco Morgan Stanley S.A. ("Coordenador Líder" e em conjunto com a Emissora, "Ofertantes").
2. No âmbito do referido pedido, em 21/09/2021 (1350588 e 1350594) foram atendidas exigências formuladas por meio do Ofício-Conjunto nº 306/2021-CVM/SRE/SEP, tendo sido apresentadas alterações espontâneas em determinadas condições da Oferta, conforme Prospecto Preliminar divulgado, das quais destacamos a estruturação de "Acordo de Investimento", que dispõe sobre a participação de Investidores Âncoras na Oferta. Em decorrência de interações desta área técnica junto aos Ofertantes foi apresentada, em 23/09/2021, "Manifestação Voluntária" acerca das condições do Acordo de Investimento (1353960), manifestação complementada em 27/09/2021 com o encaminhamento de Pareceres Técnicos a respeito (1354559 e 1354562).
3. A presente consulta desta SRE visa manifestar entendimento contrário a determinada condição do Acordo de Investimento, submetendo-o espontaneamente ao Colegiado, em benefício do Cronograma da Oferta, a qual já se encontra em fase "a mercado" e cuja precificação das ações é prevista para 08/10/2021.

I - DOS TERMOS DO ACORDO DE INVESTIMENTO E DA MANIFESTAÇÃO ESPONTÂNEA

4. Constam do Prospecto Preliminar atualmente disponibilizado aos

investidores as condições a seguir descritas, as quais não constaram da minuta originalmente apresentada quando da submissão do pedido de registro.

Acordo de Investimento

Compromisso de Investimento dos Investidores Âncoras

Foi celebrado, em 20 de setembro de 2021, um acordo de investimento e outras avenças entre a Companhia, Cristhopher Alexander Vlavianos, Edvaldo Marcelo Ávila, Perfin Ares 1 Fundo de Investimento em Participações - IE, Perfin Ares 2 Fundo de Investimento em Participações Infraestrutura, Perfin Mercury Fundo de Investimento em Participações em Infraestrutura, Perfin Mercury UV Fundo de Investimento em Participações em Infraestrutura, e Perfin Comercury Fundo de Investimento em Participações Multiestratégia (“Acionistas Originais”) e Atmos Capital Gestora de Recursos Ltda. (“Atmos”), Núcleo Capital Ltda. (“Núcleo”), Verde Asset Management S.A. (“Verde Asset”), BC Gestão de Recursos Ltda. (“Brasil Capital”), Itaú Unibanco S.A. (“Itaú”), Truxt Investimentos Ltda. (“Truxt”), Neo Gestão de Recursos Ltda. (“Neo”) e Vinci Equities Gestora de Recursos Ltda. (“Vinci” e, em conjunto, com a Atmos, Núcleo, Verde Asset, Brasil Capital, Itaú, Truxt e Neo, os “Investidores Âncoras”), nos termos do qual os Investidores Âncoras comprometeram-se a, em caráter irrevogável e irretratável e sujeito às condições previstas em tal acordo, efetuar investimento na Companhia, cuja liquidação se dará no âmbito da Oferta, mediante a subscrição e integralização de ações ordinárias a serem emitidas pela Companhia, sendo a alocação das ações determinada no momento da liquidação, em paralelo à alocação dos investimentos dos demais participantes da Oferta, em qualquer caso utilizando o Preço por Ação, no montante equivalente a R\$1.223.000.000,00, caso a avaliação da Companhia no âmbito da Oferta Pública Inicial seja de, no máximo, R\$ 4,1 bilhões [...]

[...]

Em razão do Investimento Âncora, os Acionistas Originais outorgarão opções de compra de ações de emissão da Companhia, nos termos do Contrato de Opção (conforme definido abaixo), que poderão ser exercidas pelos Investidores Âncora, nos termos descritos do Contrato de Opção. Foi estabelecido no Acordo de Investimento, ainda, que, por um período de 270 dias após a liquidação da Oferta, a Atmos não poderá transferir ou onerar, direta ou indiretamente, as ações que subscreveu no âmbito do Acordo de Investimento.

O Investimento Âncora está sujeito às seguintes condições precedentes: (i) a avaliação da Companhia no âmbito da Oferta Pública Inicial seja de, no máximo, R\$ 4,1 bilhões (antes do aporte dos recursos no contexto da Oferta Pública Inicial); (ii) valor da Oferta seja de, no mínimo, R\$1,4 bilhão; (iii) a Oferta seja liquidada até o dia 10 de novembro de 2021; (iv) nenhuma autoridade governamental competente tenha emitido qualquer lei ou decisão que esteja em vigor e produza o efeito de tornar a operação ilegal ou por outra forma restringir ou impedir sua consumação; e (v) tenha sido celebrado o Contrato de Opção (conforme definido abaixo).

O Acordo de Investimento foi realizado em uma negociação privada, sendo que o investimento dos Investidores Âncoras nos termos do Acordo de Investimento será liquidado no âmbito da Oferta. Os Investidores Âncoras não participarão do procedimento de coleta de intenções de investimento a ser realizado no âmbito da Oferta.

[...]

Contrato de Opção

Em 20 de setembro de 2021, os Acionistas Originais e os Investidores Âncoras celebraram um contrato de outorga de opções de compra (“Contrato de Opção”).

Uma estimativa razoável do valor justo de cada Opção de Compra corresponde a R\$ 1,98, de forma que a totalidade das Opções de Compra somam o valor justo de R\$ 275.520.000,00, assumindo que a totalidade do Investimento Âncora seja realizada.

Aspectos Gerais; Prêmio

Referido contrato prevê a outorga, no dia útil imediatamente posterior à

Data de Liquidação, pelos Acionistas Originais em favor dos Investidores Âncoras, de uma quantidade total de opções de compra correspondente a 60% da quantidade total de ações de emissão da Companhia subscritas e integralizadas por cada Investidor Âncora no âmbito do seu respectivo Investimento Âncora, tendo cada uma como ativo subjacente uma ação ordinária de emissão da Companhia [...]

O prêmio para aquisição de Ações Objeto foi fixado no valor equivalente a R\$1,00 a ser pago por cada Investidor Âncora a cada Acionista Original pela outorga da totalidade das Opções de Compra adquiridas por tal Investidor Âncora (sendo que tal prêmio foi fixado levando em consideração, em especial, o fato de que as Opções de Compra serão outorgadas em contrapartida ao respectivo Investimento Âncora de referido Investidor Âncora).

[...]

Prazo de Exercício; Tipo “Americana”; Condições de Exercício; Antecipação de Exercício Automática

As Opções de Compra poderão ser exercidas por cada Investidor Âncora, total ou parcialmente, quantas vezes entender necessárias, a qualquer tempo (i.e., tipo “americana”) entre o primeiro dia após o 18º mês completo e o encerramento do 24º mês contado da Data de Liquidação (“Prazo de Exercício”), observadas as condições abaixo:

(a) Condição de Exercício Individual - Os Investidores Âncora somente poderão exercer as Opções de Compra, individualmente, no período compreendido nos últimos 5 dias úteis do Prazo de Exercício (“Exercício Individual”);

(b) Condição de Exercício Coletivo - Por decisão de Investidores Âncora que sejam conjuntamente titulares de, no mínimo, 75% das Opções de Compra outorgadas e não canceladas, o exercício das Opções de Compra poderá ser realizado a partir do primeiro dia do Prazo de Exercício (inclusive) (“Exercício Coletivo”); sendo certo que os Investidores que não aderirem ao Exercício Coletivo poderão, ainda, exercer seu Exercício Individual nos termos do item “a” acima; e

(c) Antecipação de Exercício Automática - Se, anteriormente ao início do Prazo de Exercício, (i) o controle da Companhia for alienado a um terceiro; (ii) os Acionistas Originais passarem a deter, conjuntamente, menos da maioria absoluta das ações do capital social da Companhia; (iii) for realizada operação societária envolvendo a Companhia na qual a Companhia não seja a sociedade remanescente após a consumação da operação; ou (iv) for submetido à CVM, pela Companhia ou pelos Acionistas Originais, ou por quaisquer de suas afiliadas, pedido de registro de oferta pública de aquisição de ações visando ao cancelamento de registro de companhia aberta da Companhia, o Prazo de Exercício será automaticamente antecipado para a realização do Exercício Individual ou do Exercício Coletivo, conforme o caso, de modo que os Investidores Âncoras passarão a poder exercer as Opções de Compra a partir do 1º dia útil contado da data em que qualquer dos eventos listados nos itens “i” a “iv” acima for anunciado publicamente pela Companhia (“Antecipação de Exercício Automática”).

O exercício das Opções de Compra por cada Investidor Âncora estará condicionado à realização da sua respectiva parcela do Investimento Âncora, nos termos do Acordo de Investimento.

Determinação do Valor de Liquidação

O Preço de Exercício (conforme definido abaixo) e a quantidade de Ações Objeto, conforme o caso, serão ajustados (positiva ou negativamente) em razão dos seguintes eventos: desdobramentos, grupamentos e bonificações em ações. Em caso de liquidação financeira, as Opções de Compra serão liquidadas por seu respectivo valor de liquidação, calculado de acordo com a fórmula abaixo aplicável para cada Opção de Compra (“Valor de Liquidação”).

Valor de Liquidação = Preço de Venda - Preço de Exercício

Sendo que:

(i) “Preço de Venda” corresponde aos recursos necessários para a

liquidação financeira de cada Opção de Compra, descontados os custos incorridos para a alienação das ações; sendo que os Acionistas Originais deverão alienar certa quantidade de Ações Objeto a ser definida pelos próprios Acionistas Originais para pagamento do Valor de Liquidação, respeitados os Procedimentos de Negociação (conforme definido abaixo); e (ii) “Preço de Exercício” corresponde ao Preço por Ação (a) corrigido entre a Data de Liquidação e a data de exercício da respectiva Opção de Compra, com base em 100% da variação acumulada das taxas médias diárias dos DI – Depósitos Interfinanceiros de um dia, “over extra grupo”, expressa na forma percentual ao ano, base 252 dias úteis, calculadas e divulgadas diariamente pela B3 no informativo diário disponível em sua página na internet (<http://www.b3.com.br>), e (b) ajustado (reduzido) por eventuais proventos entre a Data de Liquidação e a data de exercício da Opção de Compra sendo certo que o ajuste previsto neste item “ii” será aplicado a partir da primeira sessão de negociação em que a Ação Objeto passar a ser negociada sem direito ao respectivo provento declarado (ex).

Forma de Liquidação

As Opções de Compra serão outorgadas com previsão de liquidação financeira, a qual será realizada em moeda corrente nacional sendo reservada a cada Investidor Âncora a possibilidade de liquidação física, mediante entrega das Ações Objeto, caso o Investidor Âncora assim o deseje, a seu único e exclusivo critério, exceto se isso não for possível juridicamente.

i. Procedimentos de Negociação

A alienação da respectiva quantidade de Ações Objeto pelos Acionistas Originais para cálculo do Preço de Venda deverá observar os seguintes parâmetros: (i) o procedimento de negociação das ações deverá ser conduzido e coordenado por uma corretora independente, escolhida de comum acordo entre as partes do Contrato de Opção; (ii) as vendas deverão ocorrer durante o período máximo de 90 dias a contar da data de recebimento da notificação de exercício pelo respectivo Acionista Original, o qual será (a) reduzido, se assim combinado entre os respectivos Investidores Âncoras e Acionistas Originais envolvidos na liquidação da Opção de Compra, ou (b) suspenso, caso haja vedação para os Acionistas Originais realizarem a venda das Ações Objeto nos termos da regulamentação aplicável (“Período de Liquidação das Opções de Compra”); (iii) as vendas deverão ocorrer por meio de leilão ou alienação de grandes lotes (blocktrade); e (iv) as vendas deverão ser suspensas (sem prejuízo ao exercício posterior da Opção de Compra em relação às mesmas Ações Objeto, se ainda estiver em vigor o Prazo de Exercício), caso o preço de fechamento das Ações Objeto no dia útil imediatamente anterior ao início do leilão ou blocktrade seja inferior ao Preço de Exercício. Nos termos do item “iv” acima, as Ações Objeto que não puderem ser alienadas em um determinado leilão ou blocktrade para cálculo do Preço de Venda permanecerão sujeitas ao futuro exercício da Opção de Compra, por liquidação financeira ou física (se aplicável), durante todo o período remanescente do Prazo de Exercício (“Procedimentos de Negociação”).

ii. Oferta Pública

Alternativamente ao processo descrito no item “Procedimentos de Negociação” acima, os Investidores Âncoras que sejam, conjuntamente, titulares de, no mínimo, 75% das Opções de Compra remanescentes durante o Prazo de Exercício, poderão solicitar aos Acionistas Originais a realização de uma oferta pública de distribuição secundária das Ações Objeto, com esforços restritos de colocação, nos termos da Instrução da CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009, conforme alterada (“Oferta 476”) ou outra norma editada pela CVM que venha a substituí-la, de forma a obter o Preço de Venda. A decisão de solicitar aos Acionistas Originais a realização da Oferta 476 vinculará todos os Investidores Âncoras com Opções de Compra remanescentes à época, com exceção dos Investidores Âncoras que (i) já houverem informado os Acionistas Originais de que optaram pela liquidação física, nos termos do item abaixo, ou que venham a fazê-lo dentro de 5 dias úteis da data em que forem comunicados pelos Acionistas Originais acerca da opção feita por outros Investidores Âncora de acordo com este parágrafo, ou (ii) optarem pelo Exercício Individual.

Todos e qualquer custos e/ou despesas incorridos para a realização da Oferta 476 deverão ser integralmente suportados pelos Investidores Âncoras que solicitaram a operação.

iii. Liquidação Física

É assegurada a cada Investidor Âncora, a seu exclusivo critério e independentemente da decisão dos demais Investidores Âncoras, a prerrogativa de, se assim desejar e caso seja viável do ponto de vista jurídico para as partes do Contrato de Opção, optar durante o Prazo de Exercício, pela liquidação física de suas Opções de Compra, com a entrega das Ações Objeto correspondentes, mediante comunicação aos Acionistas Originais neste sentido.

Cancelamento Proporcional das Opções de Compra

Após (i) no caso da Atmos, o período de 270 dias contados da Data de Liquidação; e (ii) no caso dos demais Investidores Âncoras, a Data de Liquidação, caso qualquer Investidor Âncora, direta ou indiretamente, transfira ou de qualquer outra forma disponha, inclusive mediante operações de empréstimo, de ações de emissão da Companhia sob sua titularidade, e, conseqüentemente, se torne titular de ações de emissão da Companhia em quantidade inferior à quantidade de ações subscritas e integralizadas no âmbito do Investimento Âncora (sendo certo que tal volume não alcança ações que tenham sido adquiridas em quantidade superior a exigida pelo Acordo de Investimento) (“Participação de Referência”), então o respectivo Investidor Âncora terá suas Opções de Compra canceladas na proporção de 0,6 para cada ação de emissão da Companhia vendida, transferida ou emprestada, desprezando-se frações de Opções de Compra, mediante o arredondamento para o maior número inteiro subsequente (“Cancelamento Proporcional das Opções de Compra”).

[...]

Obrigações Adicionais

No Contrato de Opção, também foram estabelecidas as obrigações de cada Acionista Original não transferir ou onerar (incluindo eventuais ônus involuntários) as Ações Objeto até a extinção das Opções de Compra, incluindo a manutenção de bloqueio operacional junto ao escriturador ou à B3 (“Bloqueio Operacional”), e os Acionistas Originais e os Investidores Âncoras se comprometeram a colaborar de boa-fé para a celebração de contrato de outorga de garantia real sobre a quantidade de ações de emissão da Companhia que corresponda à totalidade das Opções de Compra outorgadas e não canceladas, na forma de alienação fiduciária, em momento anterior ao início do Prazo de Exercício, condicionada à realização do Investimento Âncora por cada Investidor Âncora, conforme o caso (“Alienação Fiduciária”).

As partes, ainda, colaborarão de boa-fé para o ajuste ou a liberação, conforme o caso, do Bloqueio Operacional e da Alienação Fiduciária caso seja necessário para viabilizar o registro das Opções de Compra no respectivo sistema de registro na modalidade com garantia da contraparte central da B3 (CCP).

Ausência de direitos de governança

Foi acordado, ainda, que as Opções de Compra não conferirão aos Investidores Âncoras quaisquer direitos de governança (incluindo direitos de nomeação de membros do conselho de administração ou de comitês da Companhia) ou direito de voto com relação à Companhia.

5. Particularmente em relação ao investidor âncora Atmos Capital Gestora de Recursos Ltda. foi firmado contrato de opções de compra adicionais, conforme a seguir definido:

Opções de Compra Adicionais Atmos

Adicionalmente, no âmbito do Acordo de Investimento e sem prejuízo do disposto no Contrato de Opção, os Acionistas Originais se comprometeram a outorgar à Atmos, sujeito às Condições de Outorga Atmos (conforme definido abaixo), em caráter exclusivo, incondicional, irrevogável e irretroatável, opções de compra adicionais em termos e condições substancialmente similares aos previstos no Contrato de Opção (“Opções

de Compra Adicionais Atmos”). As Opções de Compra Adicionais Atmos somente serão outorgadas pelos Acionistas Originais, caso sejam verificadas, cumulativamente, as seguintes condições (em conjunto, as “Condições de Outorga Atmos”): (i) a Atmos realize a sua parcela do Investimento Âncora nos termos do Acordo de Investimento; e (ii) a Atmos adquira à vista, em bolsa, ações ordinárias de emissão da Companhia por preço inferior ao Preço de Referência, durante o período de 18 meses contados da Data de Liquidação, observada a regulamentação aplicável (“Ações Elegíveis” e “Período de Cotação”, respectivamente).

Para fins do parágrafo acima, “Preço de Referência” significa o Preço por Ação, ajustado da seguinte forma: (i) ajustado (reduzido) por eventuais valores que venham a ser declarados pela Companhia a título de dividendos, redução de capital, juros sobre o capital próprio ou de outra forma distribuídos aos acionistas, sendo certo que o ajuste previsto neste item “i” será aplicado a partir da primeira sessão de negociação em que as Ações Elegíveis passarem a ser negociadas sem direito ao respectivo provento declarado (ex); e (ii) ajustado (positiva ou negativamente) em razão de eventuais desdobramentos, grupamentos e bonificações em ações.

6. Visando esclarecer seu ponto de vista a respeito da adequação da estrutura acima destacada à Instrução CVM nº 400/03, os Ofertantes apresentaram Manifestação Voluntária (1353960) da qual destacamos os seguintes principais trechos:

C. Considerações iniciais sobre ancoragem em precedentes e no caso concreto

10. Os termos e condições decorrentes da Ancoragem estão em linha com aqueles autorizados por esta D. CVM em ofertas anteriores, conforme levantamento constante do **Anexo A** à presente Manifestação Voluntária.

11. Pela análise de documentos públicos de ofertas de distribuição já registradas junto a esta Comissão, verifica-se que as **ofertas que contam com investimentos âncora envolvem, também, com a outorga de benefícios como contrapartida aos compromissos assumidos pelos âncoras.**

12. A título ilustrativo, em relação à oferta pública de distribuição da GetNinjas S.A., registrada junto a esta D. Comissão em maio de 2021, os investidores que participaram da ancoragem da oferta receberam em contrapartida, dentre outros, o benefício da outorga da opção de compra de ações da companhia, em condições similares às previstas do Contrato de Opção celebrado no âmbito da Oferta. Já em relação à oferta pública de distribuição da Smartfit Escola de Ginástica e Dança S.A., registrada em julho de 2021, os investidores âncora não foram beneficiados com opções de compra de ações, porém receberam o direito de indicar membros para compor o conselho de administração da companhia. Ambas as transações acima descritas foram devidamente analisadas e registradas por esta D. CVM há poucos meses.

13. [...] no presente caso concreto, os acionistas da Companhia introduziram uma diferença importante em relação aos referidos precedentes, para acrescentar mais uma limitação ao exercício das Opções de Compra pelos Investidores Âncoras. De fato, conforme também indicado no Capítulo II abaixo, os Investidores Âncoras estão sujeitos ao cancelamento proporcional de suas respectivas Opções de Compra caso negociem com as ações subscritas no âmbito da Ancoragem, ou disponham de tais ações de qualquer forma, inclusive por meio de operações de derivativos, durante os períodos restritos indicados no Contrato de Opção e refletidos no disclosure incluído no Prospecto Preliminar. Essa diferencial da Ancoragem em relação aos precedentes com condições semelhantes, torna ainda mais evidente a intenção dos acionistas da Companhia de vincular os Investidores Âncoras por meio de **contrapartidas cruzadas que garantem o equilíbrio da negociação.**

14. Conforme será detalhado adiante, a conferência de benefícios a investidores âncora, tais como a outorga de opções de compra, **é inerente a transações dessa natureza**, por corresponder a uma contrapartida à assunção de riscos financeiros no âmbito de uma

ancoragem.

15. Nas ofertas públicas de ações com estruturas de ancoragem semelhantes às da Oferta, bem como com base no que foi possível observar nos primeiros dias de reuniões com potenciais investidores da Oferta, **os demais investidores não apresentaram qualquer rejeição à operação pretendida** por meio de ancoragem e/ou à Oferta. Pelo contrário, a divulgação das informações sobre a estruturação de ancoragem em tais precedentes e no presente caso concreto têm sido fatores de incentivo para aumentar a confiança dos demais investidores nas ofertas que envolvem estruturas de ancoragem.

[...]

D. Estimativa de valor justo

17. A indicação da estimativa de valor justo das Opções de Compra no Prospecto Preliminar foi feita pela Companhia, tendo procurado atuar da forma mais transparente e zelosa possível, conforme será detalhado nos Capítulos abaixo, para implementar exigência apresentada por esta D. CVM na oferta pública de distribuição da GetNinjas S.A. (Ofício-Conjunta nº 139/2021-CVM/SRE/SEP, de 06 de maio de 2021). Assim, a inclusão de tal valor decorre da preocupação da Companhia em se adequar para cumprir todos os requisitos exigidos por esta D. Comissão.

18. Dessa forma, o valor justo indicado representa tão simplesmente uma estimativa, o que não se confunde e **não pode ser confundido com o valor de mercado** das Opções de Compra. Tal estimativa de valor justo não foi sequer discutida com os Investidores Âncoras. Além disso, o referido cálculo do valor justo estimado das Opções de Compra **não considera os ônus e riscos** aos quais os Investidores Âncoras estão sujeitos em decorrência da Ancoragem, incluindo o risco financeiro decorrente do compromisso irrevogável e irretratável por período considerável, bem como o lock-up e a perda das Opções de Compra em caso de disposição das ações subscritas na Oferta, conforme detalhado no Capítulo II abaixo.

19. Além disso, uma vez que as Opções de Compra somente podem ser exercidas a partir do 19º mês contado da Data de Liquidação, tal contrapartida a ser recebida pelos Investidores Âncoras também está sujeita ao risco da variação da cotação dos ativos neste período que podem, o que reforça o racional de que tal estimativa de valor justo não representa, e nem poderia representar, o valor de mercado das Opções de Compra, que são atreladas a valores mobiliários sujeitos a variações ao longo do tempo.

20. Não restam dúvidas de que o valor justo indicado possui apenas valor informacional e não reflete, portanto, o efetivo valor de mercado das Opções de Compra.

II. OPERAÇÃO PRIVADA

21. Conforme indicado no Capítulo I acima, enquanto a Oferta é 100% primária, as Opções de Compra, por sua vez, não envolvem a Companhia, a qual sequer é parte do Contrato de Opção. Trata-se de relação privada entre determinados investidores e acionistas da Companhia **em momento anterior à realização da Oferta** e ao registro da Companhia como companhia de capital aberto.

[...]

23. A Companhia optou por incluir o disclosure aplicável a tais Opções de Compra nos documentos da Oferta, buscando assegurar o máximo de **transparência** e permitir aos investidores uma tomada de decisão fundamentada sobre a Oferta. Por se tratar de conjunto de operações bilaterais de natureza privada entre acionistas da Companhia, caberia inclusive uma reflexão sobre a obrigatoriedade desse disclosure em um cenário alternativo hipotético em que as Opções de Compra fossem outorgadas aos Investidores Âncoras por um, ou mais, acionista(s) minoritário(s) da Companhia, nas mesmas condições, prazo e volume. Independentemente de tal reflexão, a Companhia **demonstrou zelo ao voluntariar informações detalhadas** sobre a estrutura e condições da Ancoragem.

24. Ademais, considerando as circunstâncias do mercado de capitais no

Brasil, a estruturação da Ancoragem reflete um trabalho da Companhia buscando assegurar um volume significativo para a Oferta, de forma a garantir que a Oferta seja precificada e liquidada e, especialmente, que a esperada confiança gerada no mercado em decorrência da Ancoragem, também em razão do fato de os Investidores Âncoras serem players que têm atuado em operações semelhantes e que são referência no mercado de capitais brasileiro, permita que o montante de recursos a ser captado por meio da Oferta seja **benéfico à Companhia e, por conseguinte, aos investidores** que se tornarem acionistas da Companhia na Oferta.

25. Operações privadas envolvendo ações (ou valores mobiliários nelas referenciados) **não são capazes de infringir a higidez do mercado ou resultar em manipulação da formação do preço** de valores mobiliários, especialmente quando contratadas quando estes não são ainda negociados ou listados, conforme o caso, em bolsa ou mercados organizados. Além disso, no presente caso, como tem sido a prática de mercado para ancoragens em ofertas públicas de ações no Brasil, os Investidores Âncoras não participam do Procedimento de Bookbuilding e, portanto, não participam da fixação do Preço por Ação. Dessa forma, não há que se cogitar que a Ancoragem influenciaria indevidamente o mercado ou a formação do preço dos ativos.

26. Ademais, as opções não são equiparáveis a bônus de subscrição de ações que poderiam ser exercidos contra a Companhia e gerar diluição aos demais investidores e acionistas da Companhia. De fato, **não há qualquer impacto de diluição decorrente da outorga**, do exercício e/ou da liquidação das Opções de Compra, uma vez que estas são exercíveis contra os acionistas co-controladores da Companhia. Além disso, o exercício integral de todas as Opções de Compra, ainda que nenhuma Opção de Compra seja antecipadamente cancelada, **não resultaria em alteração do controle compartilhado da Companhia pelos Acionistas Originais**.

A. Distinção entre Investidores

27. Também pelo fato de a Ancoragem ser uma operação privada, a situação dos Investidores Âncoras não poderia deixar de ser diferente daquela dos demais investidores de uma oferta pública de ações. De fato, trata-se de **realidades distintas** que requerem contrapartidas, proteções e assegurações consistentes com a forma de investimento e o risco envolvido.

28. No que tange aos Investidores Âncoras, o compromisso de investimento por esses assumido no âmbito do Acordo de Investimento tem **natureza irrevogável e irretroatável**, desde que atendidas determinadas condições, as quais estão detalhadas no Prospecto Preliminar e cuja existência é expressamente indicada como um fator de risco ao qual os potenciais demais investidores da Oferta devem se atentar. Tal compromisso vinculante se traduz em **risco financeiro** relevante para o Investidor Âncora, não somente pelo prazo entre a data da assinatura do Acordo de Investimento e a data estimada para a precificação e liquidação da Oferta conforme cronograma estimado constante do prospecto, mas, nesse caso, também até a data limite para liquidação da Oferta com base em números referentes 2º trimestre fiscal de 2021, para o caso de ocorrer alguma alteração no cronograma da Oferta.

[...]

30. Além disso, como também é comum em ancoragens em ofertas públicas de ações no Brasil, os Investidores Âncoras estão sujeitos a **restrições à negociação com ações** da Companhia e a determinadas **consequências negativas caso negociem com, ou disponham de, tais ações** durante determinado período. Em particular, a Atmos está sujeita a um lock-up convencional de 270 dias, enquanto os demais Investidores Âncoras, incluindo a Atmos, estão sujeitos ao cancelamento proporcional de suas respectivas Opções de Compra caso negociem com as ações subscritas no âmbito da Ancoragem, ou disponham de tais ações de qualquer forma, inclusive por meio de operações de derivativos, durante os períodos restritos indicados no Contrato de Opção e refletidos no disclosure incluído no prospecto da Oferta. As referidas restrições

também representam **risco financeiro** importante para o Investidor Âncora, que deverá, nas hipóteses de cancelamento proporcional optar pelo prejuízo decorrente da perda de certa quantidade de Opções de Compra caso decida alienar as ações adquiridas na Oferta nos períodos restritos.

31. Também de forma distinta, os demais investidores da Oferta não estão, em regra geral, sujeitos a lock-up, com exceção daqueles investidores que optarem por participar da Oferta de Varejo com Lock-up. Veja-se que tais investidores gozam de tratamento diferenciado dos demais investidores de varejo, na medida em que têm prioridade na alocação de seus pedidos de reserva, **em contrapartida** ao lock-up assumido, o que representa uma hipótese de **tratamento diferenciado a investidores** no âmbito de uma mesma oferta pública de ações, **sem que isso represente a aplicação de preços diferentes**. De forma análoga, no caso de ofertas públicas de ações de companhias que oferecem condições mais vantajosas para a participação de seus respectivos empregados como investidores por meio, por exemplo da antecipação de salário ou venda licença-prêmio ou outros benefícios, tais empregados também ficam comumente sujeitos a alguma restrição ou desvantagem em contrapartida, como a assunção de uma obrigação de lock-up. Em todos os casos previstos nesse parágrafo, o tratamento diferenciado decorre do reestabelecimento do **equilíbrio entre vantagens e desvantagens**, sendo que, em todos os casos, as vantagens e desvantagens se traduzem em impactos financeiros, mas não se traduzem na aplicação de preços diferentes.

32. Como se pode depreender dos parágrafos acima, a participação dos Investidores Âncoras na Oferta, por meio da Ancoragem, resulta em uma série de ônus para tais investidores, quando comparados aos demais investidores da Oferta. Além de tais desvantagens às quais os Investidores Âncoras estão sujeitos, estes contribuem, como mencionado acima, para a confiança do mercado em geral na Oferta e, por meio de seu compromisso vinculante, **garantem que parcela importante da Oferta será alocada**, observadas as condições aplicáveis, reduzindo o risco de desistência da Oferta pela Companhia por falta de apetite que resulte em preço incompatível com o esperado, especialmente diante das atuais circunstâncias do mercado de capitais brasileiro.

33. Dessa forma, a negociação privada de eventuais benefícios aos Investidores Âncora **em contrapartida à contribuição que a Ancoragem representa para a Oferta**, para a captação de recursos pela Companhia e, portanto, para os demais investidores que se tornarem acionistas da Companhia na Oferta, é o caminho natural em uma estrutura de ancoragem. Se assim não fosse, a Companhia, seus acionistas e demais partes que se beneficiem do resultado da Oferta, incluindo os demais investidores da Oferta, poderiam **enriquecer injustificadamente** às custas dos esforços, riscos e custos financeiros suportados pelos Investidores Âncoras.

B. Tratamento Equitativo

34. O tratamento conferido aos Investidores Âncora no contexto da Oferta em hipótese alguma viola os artigos 21 e 23 da Instrução CVM 400, que exigem **preço uniforme e tratamento equitativo** entre os destinatários da Oferta [...]

35. Como os documentos da Oferta deixam claro, o preço da Oferta será fixado por meio do Procedimento de Bookbuilding e será único para todos os investidores. Não há contrapartidas ou negociações entre a Companhia e os Investidores Âncoras, uma vez que a relação privada que rege a Ancoragem foi estabelecida diretamente e exclusivamente entre os Acionistas Originais e os Investidores Âncoras, sem que a Companhia, na qualidade de única ofertante da Oferta, tenha concedido benefício ou contrapartida aos Investidores Âncora. Assim, **não há tratamento diferenciado conferido pela Companhia aos Investidores Âncora** ou qualquer tratamento desigual aos investidores no contexto da Oferta. Portanto, as Opções de Compra não podem ser consideradas como um desconto do Preço por Ação ou como um benefício concedido pelo ofertante aos Investidores Âncora.

36. De todo modo, ainda que as Opções de Compra tivessem sido outorgadas dentro da Oferta, a exigência de tratamento equitativo prevista na Instrução CVM 400 restaria atendida. Ao transportar o conceito do **tratamento equitativo** para o caso concreto da Ancoragem, fica claro que, se os Investidores Âncoras não recebessem, por meio de operação privada, vantagens proporcionalmente suficientes para reestabelecer o equilíbrio de sua posição eles não estariam sendo tratados de modo equitativo. [...]

[...]

38. No âmbito da Ancoragem, um exemplo que reforça os pontos acima é o fato de que um dos Investidores Âncoras, a Atmos, que se comprometeu a investir valor consideravelmente superior ao compromisso dos demais Investidores Âncoras, e que também receberá quantidade maior de Opções de Compra, estar sujeita a restrições adicionais a que os demais investidores não estão sujeitos, como por exemplo o lock-up convencional de 270 dias.

39. Assim, a existência de condições, vantagens e ônus diferentes concedidos a investidores âncora, por meio de operação privada, em relação aos demais investidores de uma oferta pública de ações é **característica inerente à estruturação de uma ancoragem** de ofertas dessa natureza.

40. Ainda, considerando que as Opções de Compra apenas podem ser exercidas a partir do 19º mês contado da Data de Liquidação, o recebimento de tal contrapartida conferida pelos Acionistas Originais aos Investidores Âncoras também envolve o risco da variação da cotação dos ativos neste período. O prazo de 18 meses, conforme aceito por esta D. Comissão em precedentes registrados com as mesmas condições, constitui tempo suficiente para afastar eventual construção da prática de preços diferentes para o mesmo valor mobiliário.

[...]

III. VIOLAÇÃO AO PRINCÍPIO SEGURANÇA JURÍDICA

42. Sem prejuízo dos esclarecimentos acima a respeito da estrutura do Investimento Âncora, a Companhia entende que os questionamentos apresentados pela SRE vão contra o Princípio da Segurança Jurídica, inerente a qualquer processo administrativo e que deveria salvaguardar a Companhia contra eventuais decisões arbitrárias desta D. CVM.

43. Como mencionado nos Capítulos acima, a realização de investimentos âncora conjugados com outorgas de opções de compra de ações é uma estrutura difundida no mercado e implementada no contexto de ofertas públicas há pelo menos 8 (oito) anos. A estrutura foi incorporada em diferentes precedentes de ofertas públicas registradas sob chancela dessa D. CVM, especialmente em ofertas concluídas e registradas há menos de dois meses (caso de Smartfit), e quatro meses (caso de GetNinjas), sem que, em nenhuma oportunidade, a SRE realizasse algum impedimento ou restrição sobre o valor das opções de compra outorgadas aos investidores âncora, tampouco em alteração na estrutura da de ancoragem amplamente utilizada no mercado.

44. A título de referência, apresentamos no **Anexo A** à presente Manifestação Voluntária diferentes precedentes de ofertas públicas registrados junto a esta D. CVM, ou analisados a posteriori junto a esta D. CVM, conforme o caso, que utilizaram estruturas de investimento âncora semelhantes ao da Oferta, mas cuja precificação de opções de compra de ações não foi objeto do escrutínio pela SRE ("Precedentes"), nem de qualquer alegação de infração aos artigos 21 e 23 da Instrução CVM 400 ou a qualquer outro normativo do mercado de capitais brasileiro.

[...]

48. O Princípio da Segurança Jurídica é um dos principais princípios que norteiam o processo administrativo, de forma a evitar que a atuação do Estado se demonstre contrária à estabilidade de situações jurídicas e a proporcionar grau de certeza aos direitos dos administrados. De fato, os incisos IX e XIII do artigo 2º da Lei n.º 9.784, de 29 de janeiro de 1999 ("Lei do Processo Administrativo"), que devem ser observados por esta D. Comissão, tratam da segurança jurídica e da vedação da aplicação

retroativa de nova interpretação [...]

[...]

49. Esta D. CVM sempre deixou claro que a aplicação das regras da Lei do Processo Administrativo é fundamental no âmbito do mercado de capitais. [...]

50. Sobre o tema, o ensinamento de Alexandre Pinheiro dos Santos, Fábio Medina Osório e Julya Sotto Mayor Wellisch torna-se relevante para o caso concreto, na medida em que a efetiva aplicação dos princípios da boa-fé objetiva, proteção da confiança e segurança jurídica são essenciais para evitar a frustração das expectativas da Companhia em relação à chancela desta D. CVM em relação aos Pedidos e à Ancoragem, uma vez que **a conduta da Companhia foi pautada em padrão de comportamento norteado pelos registros de ofertas públicas concedido por esta Comissão** [...]

51. Neste particular, cumpre registrar que o Princípio da Segurança Jurídica já foi expressamente admitido pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (“CRSFN”) como causa de extinção de punibilidade do administrado, na forma do Princípio da Proteção da Confiança. [...]

[...]

52. [...] a simples possibilidade de adiamento do cronograma da Oferta em razão dos questionamentos apresentados pela SRE constitui verdadeira **punição indevida** à Companhia, acarretando enorme risco à própria execução e sucesso da Oferta, desperdiçando um investimento de recursos e de tempo empenhados pela Companhia ao longo dos últimos anos, o que poderia acarretar a impossibilidade do ingresso da Companhia no mercado de capitais brasileiro. Para mais detalhes sobre esse assunto, fazemos referência ao Capítulo IV abaixo.

[...]

55. Adicionalmente, o Poder Judiciário também já reconheceu a ocorrência de “preclusão administrativa”, como consectário do Princípio da Segurança Jurídica, diante da chancela de atos pelo Poder Público e sua posterior **tentativa de rediscussão** - exatamente como ocorre na estrutura de investimento âncora prevista nos Precedentes registrados por esta D. CVM, mas colocada sob revisão na presente Oferta. [...]

[...]

57. Nesse sentido, Anderson Schreiber também registrou a inerência deste princípio às relações de direito público, em linha com o caso em tela, especialmente no que tange ao comportamento contraditório que esta D. Comissão demonstraria se deixasse de conceder o registro à Oferta, por entender que a estrutura da Ancoragem está em desacordo com as normas aplicáveis, após ter chancelado os Precedentes, [...]

[...]

58. Na mesma direção, o Poder Judiciário vem, de longa data, reforçando a importância da **vedação à conduta contraditória por parte da Administração Pública**. Conforme reforçado pelos acórdãos unânimes proferidos pelo Superior Tribunal de Justiça (STJ) (grifo nosso), os órgãos do Poder Público não podem seguir em **direção contrária a decisões reiteradas** em detrimento de administrado, como é o caso da Companhia, que tenha agido, de boa-fé, com base em tal prévio histórico de decisões [...]

[...]

IV. INADEQUAÇÃO DO PROCEDIMENTO DE REGISTRO DA OFERTA COMO FORO DE DISCUSSÃO

60. Independentemente da relevância dos questionamentos apresentados pela SRE a respeito da estrutura do Investimento Âncora, deve-se reconhecer que o decurso de um procedimento de registro da Oferta não é o foro apropriado para discutir novos requisitos de investimentos âncoras realizados no âmbito de ofertas públicas além daqueles exigidos nos Precedentes, muito menos após a divulgação do Prospecto Preliminar e do Aviso ao Mercado.

61. Qualquer adiamento ao cronograma original da Oferta, seja em virtude

do tempo necessário para análise pela área técnica ou pelo Colegiado ou de exigência de determine a abertura de novo prazo para desistência para investidores em razão de modificação da Oferta, será extremamente gravoso para a Companhia e para a Oferta.

[...]

63. Além disso, outros atos de relevância crítica para a Companhia e as Entidades Incorporadas dependem da liquidação e encerramento da Oferta para serem implementados, tais como a celebração de contratos relevantes envolvendo a implantação e operação de seus respectivos ativos, a contratação de novas linhas de financiamento e emissões de títulos de dívida para financiamento de seus respectivos projetos, incluindo mais de R\$ 7 bilhões com compromissos firmados de entrega de energia com diversos agentes de mercado. Tais atos e medidas impactam na criação de empregos e na manutenção de relações comerciais com credores, fornecedores e clientes da Companhia e das Entidades Incorporadas.

64. A Companhia também possui vultosos financiamentos de projetos e compromissos financeiros agendados, que deverão ser honrados com recursos advindos da Oferta. Portanto, qualquer alteração no cronograma da Oferta resultará no desenquadramento financeiro Companhia, no atraso do cronograma de seus projetos e prejuízo à implementação de seu plano de expansão, com profundas implicações para os seus negócios e resultados.

[...]

66. [...] Nesse contexto, eventual discussão e mudança de entendimento desta D. Comissão sobre estruturas de investimentos âncora, deveria também observar o disposto no Decreto-Lei nº 4.657, de 4 de setembro de 1942 (Lei de Introdução às normas do Direito Brasileiro) e prever regra de transição para permitir um mínimo de previsibilidade e planejamento por parte de companhias que pretendam acessar o mercado de capitais brasileiro, atendendo ao princípio da proporcionalidade e da razoabilidade, de modo que a alteração do posicionamento não afetasse o interesse dos seus administrados [...]

[...]

67. Adicionalmente, como é do conhecimento desta D. Comissão, o referido tema da ancoragem já havia sido objeto de consulta⁹, **em 2017**, apresentada pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES e por sua subsidiária integral BNDES Participações S.A., à SRE e à Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM, referente a “viabilidade da **cobrança de comissão, na qualidade de investidores âncoras**, como contrapartida à celebração de contrato privado de promessa de subscrição de debêntures”, posteriormente com desistência pelos próprios consultores em 2019. Ou seja, além de ser uma estrutura amplamente utilizada ao longo dos últimos 8 (oito) anos, em especial em ofertas recentes registradas nos últimos 4 (quatro) meses, a própria CVM teve a oportunidade de apreciar a questão objeto da referida consulta 4 (quatro) anos atrás.

68. Importante ressaltar que, nas recentes ocasiões em que esta D. Comissão abriu audiências públicas para discussão e reformulação de temas sobre a regulamentação de ofertas públicas de valores mobiliários, a questão discutida nesta Manifestação Voluntária sequer foi mencionada como ponto de atenção ou como reflexão para a solicitação de comentários e considerações do mercado em geral.

69. **Por todo o exposto, seria injusto que a Oferta, no estágio em que se encontra a poucos dias de sua precificação, fosse objeto de discussão, paralisação e potencial inviabilização por conta de um antigo tema, restando prejudicada a Companhia por não poder utilizar-se de estrutura já consolidada, debatida e/ou revisada por esta D. Comissão ao longo dos últimos anos.**

[...]

V. PEDIDO

Diante de todo o exposto, a Companhia entende que não merece prosperar o posicionamento desta D. SRE e **gentilmente requer** a estas

*D. Superintendências que essa Manifestação Voluntária seja **PROCESSADA COMO RECURSO** nos termos do item X da Deliberação CVM 463 e no artigo 2º, parágrafo único, da Resolução CVM 46, **concomitantemente ao processo de registro da Oferta**, e que esse recurso seja relatado e submetido **à apreciação pelo egrégio Colegiado desta D. Comissão**, em **CARÁTER DE URGÊNCIA**, em razão do cronograma da Oferta, com o devido provimento ao presente recurso e a determinação para que essas D. Superintendências comuniquem a Companhia de que a Ancoragem não está em desacordo com a ICVM 400.*

7. Finalmente, em 27 de setembro de 2021, a Manifestação Voluntária foi complementada por pareceres técnicos (1354562) elaborados por Gustavo Gonzales, Pablo Renteria e Otavio Yazbek.

II - DA ANÁLISE

8. Inicialmente é relevante circunscrever o aspecto normativo objeto da análise sobre a adequação da celebração de contratos de opção em favor de investidores âncoras em ofertas públicas de distribuição. Nesse sentido, prevê a Instrução CVM nº 400/03 ("Instrução CVM 400") em seu art. 23 que:

Art. 23. O preço da oferta é único, mas a CVM poderá autorizar, em operações específicas, a possibilidade de preços e condições diversos consoante tipo, espécie, classe e quantidade de valores mobiliários ou de destinatários, fixados em termos objetivos e em função de interesses legítimos do ofertante, admitido ágio ou deságio em função das condições do mercado.

9. De tal forma, desde logo afastamos desta análise o aspecto da obrigação de equidade entre os investidores, conforme prevê o art. 21 da Instrução CVM 400^[1]. Entretanto, se por um lado não é disso que trataremos nesta análise, devemos observar que tal aspecto vem sendo efetivamente trabalhado nos procedimentos de distribuição em uma grande quantidade de ofertas. Notadamente, desde 2019 verificamos a introdução nas estruturas de ofertas da segmentação da *tranche* não institucional de modo a prever prioridade na alocação dos investidores que se comprometam com regras de *lock-up* das ações na negociação secundária, tendo a SRE reconhecido a adequação de tal procedimento no âmbito das análises dos registros.

10. O que entendemos não ser possível, à luz do que prevê o arcabouço normativo, é que a equidade seja buscada a partir do oferecimento de condições que venham a macular a premissa do preço único. Isto, claro, não sem que o Colegiado da CVM aprove determinada estrutura conforme prevê o art. 23 em comento.

II.1 - DA CONSULTA ANTERIOR SOBRE O TEMA

11. Em benefício do tratamento tempestivo da questão, à luz da dinâmica da Oferta conforme pontuado pelos Ofertantes na Manifestação Espontânea^[2], nos absteremos de reprimir pormenorizadamente os aspectos já analisados por esta área técnica, a respeito da possibilidade de que, ao prover "ancoragem" a determinada oferta, o investidor possa receber uma remuneração.

12. Nesse sentido, consta como anexo ao presente Ofício Interno, o Memorando nº 23/2017-CVM/SRE/GER-2 (1357516), elaborado no âmbito do Processo SEI nº 19957.004326/2017-91, que analisou pleito de consulta, apresentado pelo BNDES em maio de 2017, na qualidade de investidor, acerca da possibilidade de cobrança de "comissão como contrapartida à promessa de subscrição de debêntures de projetos de infraestrutura em ofertas públicas", por intermédio da celebração de contrato privado de promessa de subscrição com a companhia emissora ("Consulta BNDES"). Do referido documento cabe destacar o seguinte trecho:

Assim, nosso entendimento é que o recebimento de uma comissão pela promessa de subscrição, na prática representaria um desconto no preço

da oferta, caracterizando um tratamento não equitativo entre os investidores adquirentes do valor mobiliário distribuído publicamente.

13. Cabe destacar que, se no âmbito da Consulta BNDES, tratava-se de "comissão", a estrutura conforme apresentada no Acordo de Investimento prevê como contrapartida aos Investidores Âncora um ativo financeiro, as Opções, que acabam por, igualmente, representar um desconto no valor com o qual se comprometem subscrever na Oferta. Com efeito, a faixa indicativa de preço das ações da Comerc foi fixada entre R\$16,87 e R\$18,5 ao passo em que os Ofertantes informam que o valor justo de cada Opção corresponde a R\$1,98. Cabe ainda destacar que no âmbito do Acordo de Investimento o prêmio pago por tais opções é absolutamente desprezível, tendo sido fixado em "*R\$1,00 a ser pago por cada Investidor Âncora a cada Acionista Original pela outorga da totalidade das Opções de Compra adquiridas por tal Investidor Âncora*". Vale ainda nesse momento ressaltar a previsão de liquidação financeira dos contratos de Opção, embora reservada a possibilidade de solicitação de liquidação física caso o Investidor Âncora assim o deseje e seja possível juridicamente.

14. Ainda, a respeito do Processo SEI nº 19957.004326/2017-91 deve ser pontuado que a manifestação anexada ao presente Ofício Interno não chegou a ser apreciada pelo Colegiado, uma vez que após o encaminhamento desta área técnica em junho de 2017, em abril de 2018 o Colegiado devolveu o processo à SRE para sua relatoria, sendo que no mesmo mês foi apresentada manifestação, solicitando desconsideração do pedido de consulta pelo BNDES^[3].

II.2 - PRECEDENTES

15. Diferentemente do que os Ofertantes alegam na Manifestação Espontânea, a necessidade de observação da premissa de preço único no âmbito de ofertas públicas de distribuição não se trata de tema inovador no âmbito das análises de pedidos de registro conduzidas pela SRE, ou que represente qualquer sinalização ambígua ao mercado. Com efeito, inclusive conforme pontuado no âmbito da Consulta BNDES, esta área técnica já havia enfrentado a questão no âmbito do processo de registro de oferta pública de debêntures da Salus Infraestrutura Portuária S.A. (Processo CVM n.º RJ-2014-9521), ao formular a seguinte exigência, tendo sido aquela oferta alterada para atendimento à exigência ora destacada:

(ff) Comissão de Compromisso de Subscrição: *o Prospecto Preliminar protocolado em 4/11/2014 e em 7/11/2014 apresenta uma nova comissão não prevista no contrato de distribuição, qual seja a Comissão de Compromisso de Subscrição.*

Comissão de Compromisso de Subscrição:

A seção de relacionamento entre a Emissora e a RB Capital, na página 161 do Prospecto Preliminar, informa acerca de compromisso assumido pela RB Capital de subscrever e integralizar Debêntures em montante suficiente para garantir que, no âmbito da Oferta, a totalidade das Debêntures seja subscrita e integralizada. Segundo informação do Prospecto Preliminar, tal compromisso é suportado pelo "Compromisso de Subscrição e Integralização de Debêntures", firmado em 23/10/2014 entre as partes.

Com relação ao Compromisso de Subscrição e Integralização de Debêntures pela RB Capital ("Compromisso de Subscrição"), atender às seguintes exigências:

*(ff.i) Uma vez que a RB Capital não é uma das instituições financeiras intermediárias da Oferta, o fato de receber remuneração pelo Compromisso de Subscrição de Debêntures em montante suficiente para garantir a subscrição e integralização do montante total de Debêntures ofertadas não atende ao disposto nos artigos 21 e 23 da Instrução CVM 400, uma vez que a esse único subscritor, a RB Capital, será oferecido um preço diferenciado em relação aos demais subscritores (diferença entre o preço de subscrição a ser pago e a comissão a ser recebida). **Nesse sentido, alterar a estrutura da Oferta, com a manutenção do Compromisso de Subscrição, já divulgado ao mercado através do Prospecto Preliminar, mas com a exclusão da possibilidade de***

pagamento da Comissão de Compromisso de Subscrição à RB Capital.

16. Passando a tratar especificamente das estruturas de ancoragem que contemplam a celebração de contratos de opção, também se deve afastar o ineditismo do entendimento desta SRE sobre a questão, apontando a exigência abaixo realizada por oportunidade do Ofício de Vícios Sanáveis (1254581) no âmbito da oferta pública de distribuição inicial, primária e secundária, de ações ordinárias de emissão de GetNinjas S.A. (Processo SEI nº 19957.001598/2021-16):

Acordo de Investimento: a estruturação da Ancoragem conforme proposta, contém características, notadamente, a possibilidade de exercício das opções de compra outorgadas a partir de 18 de maio de 2021 (inclusive), um dia após a liquidação da Oferta, com respectivo Preço de Exercício correspondente ao preço por Ação estabelecido no âmbito da Oferta (corrigido e ajustado), as quais implicam em que o valor de tal instrumento não deva ser desconsiderado, valor este que reflete uma forma de remuneração a ser para aos Investidores Âncora que não será estendida aos demais investidores da Oferta. Referido procedimento implica, portanto, na prática de preços diferentes para o mesmo valor mobiliário. Na medida em que essa prática não se coaduna com o disposto no art. 23, da Instrução CVM 400, que determina que o preço das ofertas seja único para todos os investidores, comunicamos que a estruturação do Acordo de Investimento deve ser revisada de modo e sanar referido vício.

17. Tal exigência foi formulada ao observarmos significativas diferenças na comparação daquele caso concreto aos precedentes recentes de ofertas públicas com estruturas de investimento âncora associadas à celebração de contratos de opção, notadamente no que diz respeito ao período no qual as opções poderiam ser exercidas, conforme abaixo sumarizado.

a) Smiles S.A. (abr/2013): Período de exercício entre 1º dia útil após a liquidação da oferta e o 12º mês; Preço de exercício 100% do preço da oferta, atualizado pelo CDI

b) Banco Inter S.A. (abr/2018): Período de exercício entre 12º a 24º mês da liquidação da oferta; Preço de exercício 100% do preço da oferta, atualizado pelo CDI

c) Boa Safra Sementes S.A. (abr/2021): Período de exercício entre 36º a 47º mês da liquidação da oferta; Preço de exercício 80% do preço de referência (cotação média dos 90 dias anteriores do aviso de exercício ou piso da faixa equivalente a R\$9,90, se cotação média for inferior a R\$7,92)

d) Dotz S.A. (2021 - desistência da oferta ICVM400): Período de exercício entre 37º a 60º mês da liquidação da oferta; Preço de exercício 200% do preço da oferta, atualizado pelo CDI

e) GetNinjas S.A. (mai/2021): Período de exercício entre 1º dia útil após a liquidação da oferta e o 24º mês (*); Preço de exercício 100% do preço da oferta, atualizado pelo CDI

(*) alterado para entre 18º a 28º mês da liquidação da oferta em decorrência da exigência anteriormente destacada

18. A respeito de tais casos, inicialmente é relevante pontuar a baixa expressividade de ofertas que contam com a estrutura em análise, qual seja estruturas de ancoragem combinadas com contratos de opção, frente ao universo de ofertas de ações registradas: apenas 4% do total de ofertas analisadas e registradas contaram com a inclusão da referida estrutura. Este aspecto é relevante uma vez que se trata de estrutura cujo uso é recente, não apenas no Brasil, mas em outras jurisdições (conforme tratado no item a seguir), de modo que a avaliação de sua adequação ao que dispõe a normatização aplicável se trata de assunto em evolução.

19. Nesse sentido, após os 2 casos iniciais, em 2013 e 2018, novamente em 2021 voltamos a ter ofertas de distribuição estruturadas com investimento de âncoras associado a contratos de opção, sendo importante pontuar que os acordos de ancoragem, via de regra, são firmados apenas após o protocolo do pedido de registro de distribuição na CVM, fase na qual ocorre o que se conhece por *investor education*, portanto tratando-se de condição que apenas passa a ser contemplada na documentação da oferta por oportunidade do atendimento a exigências. Desta forma, é o que identificamos como "alteração espontânea", condição incluída no Prospecto Preliminar a qual não foi previamente analisada pela SRE e que será analisada em 10 dias úteis já com a oferta no período "a mercado". Este contexto é relevante pano de fundo para analisarmos a atuação da SRE em relação às análises dos recentes casos precedentes.

20. De tal sorte, tanto no caso de Boa Safra Sementes S.A. como Dotz S.A. as condições acima destacadas, pactuadas no âmbito dos respectivos contratos de opção, não nos pareceram indicar que o valor justo de tais instrumentos pudesse ser material se comparado ao preço da oferta. Com base em tal percepção, e na ausência da informação sobre o valor justo das opções nos respectivos prospectos preliminares, em ambos os casos não houve a interpretação de que a estrutura em comento feriria o disposto no art. 23 da Instrução CVM 400. Cabe ressaltar que esta fase da análise dos pedidos de registro é bastante sensível uma vez que as ofertas já se encontram a mercado, com período de reservas aberto e apresentação a investidores institucionais acontecendo, o que implica em que alterações na documentação configurem hipótese de modificação de oferta, do que decorre a necessidade de abertura de prazo de desistência aos investidores que já tenham aderido.

21. Já no caso de GetNinjas S.A., as características verificadas no contrato de opção associado ao investimento do âncora, informadas quando do atendimento a exigências, nos pareceram implicar em que o valor do instrumento envolvido na ancoragem já não mais seria irrisório frente ao valor da oferta. Nesse sentido, à luz de tais características foi elaborada a exigência citada no parágrafo 16, acima, na qual resta clara a preocupação de que aquela estrutura sinalizava descumprimento do art. 23 da Instrução CVM 400. Ainda, no âmbito do pedido de registro de emissor, foi elaborada exigência para divulgação das informações relacionadas a este instrumento financeiro no Formulário de Referência daquela emissora. Quando do atendimento ao Ofício de Vícios Sanáveis, portanto 3 dias úteis antes da conclusão do processo de *bookbuilding*, a oferta em questão foi alterada no que diz respeito aos termos do contrato de opção conforme exigência da SRE, tendo havido também a inclusão da informação do valor justo das opções, a partir da exigência formulada pela Superintendência de Relações com Empresas, de forma que a oferta pública de ações de GetNinjas S.A. foi a primeira na qual se deu a divulgação sobre tal informação em prospecto.

II.3 - TRATAMENTO DO ASSUNTO EM OUTRAS JURISDIÇÕES

22. Da breve pesquisa que nos foi possível conduzir, tendo em vista que, conforme já citado anteriormente, a presente manifestação se dá de forma extemporânea, antecipando o debate que ocorreria apenas após a elaboração de exigência no Ofício de Vícios Sanáveis decorrente de modificação espontânea quando da apresentação do Prospecto Preliminar, verificamos que exatamente a ótica ora analisada de tais estruturas também é fonte de preocupação para outros reguladores.

23. Inicialmente abordando a forma como a participação de investidores âncoras é tratada em outras jurisdições, em linhas gerais, regulações europeia e asiáticas permitem o estabelecimento de contratos vinculantes junto a investidores institucionais com o objetivo de assegurar a estes garantia de alocação em um IPO, aspecto que deve ser divulgado no prospecto e pode ser utilizado como ferramenta de marketing da oferta. Já no mercado americano não há a possibilidade de estabelecimento de compromisso contratual de investimento no

âmbito da oferta pública, sendo que tais casos são tratados como "*private placements*", concorrentes à oferta e cujas informações devem ser objeto de divulgação no prospecto.

24. Passando a tratar de aspectos regulatórios uma vez empregadas tais estruturas, um trabalho, divulgado em 2015 na página mantida pela Thomson Reuters www.uk.practicallaw.thomsonreuters.com, sob o título "Cornerstone investments in IPOs: the new normal for European markets?" (1358650) cita 2 casos nos quais o preço pago pelo investidor âncora (conhecido no exterior como "*cornerstone investor*") considerou um desconto em relação ao preço da oferta. No IPO da Euronext, em 2014, o investidor âncora subscreveu com um desconto de 4% em relação ao preço do *bookbuilding*, entretanto se comprometendo com o significativo *lock-up* de 3 anos. Já no caso do IPO do NN Group o investimento do âncora se deu não diretamente através das ações objeto da oferta, mas sim através de instrumentos conversíveis em ações, os quais embutiram um desconto em relação ao preço definido no *bookbuilding*. Em ambos os casos as ações foram listadas na Euronext Amsterdam Stock Market. Não obstante, ao citar tais casos é feita a ressalva: "*Whether similar pricing structures could be used on IPOs listed on other exchanges should be assessed at an early stage, as they could be restricted by both local listing rules and corporate law*".

25. Foi possível identificarmos 2 jurisdições com regulações especificamente voltadas ao investimento realizado por investidores âncoras: Índia e Hong Kong.

26. Não trataremos das características impostas pela normatização presente no mercado indiano^[4] uma vez que aquela regulação trata de forma bastante peculiar já mesmo o processo de *bookbuilding*, não sendo relevante tecer qualquer paralelo de análise com o mercado brasileiro.

27. Entretanto entendemos relevante apontar a forma como a jurisdição de Hong Kong trata a questão. Com efeito já desde 2013 a Hong Kong Stock Exchange (HKSE) emitiu *Guidance Letter* regulando diretamente este tipo de investimento. Atualizada recentemente, em 2020, transcrevemos abaixo a HKEx-GL51-13 ([GL51-13 | Rulebook \(hkex.com.hk\)](https://www.hkex.com.hk/Rulebook/Rulebook/Listing%20Rules/Listing%20Rules%20-%20GL51-13), 1358651), uma vez que entendemos que a mesma expressa a visão desta área técnica a respeito da adequada interpretação do tema.

Subject **Cornerstone Investment — No Direct or Indirect Benefits to Cornerstone Investors other than Guaranteed Allocation at IPO price**

Listing Rules **Main Board Rules [2.03\(2\)](#) and [\(4\)](#), and [2.13](#)
GEM Rules [2.06\(2\)](#) and [\(4\)](#), and [17.56](#)**

Author **IPO Vetting Department**

Important note: *This letter does not override the Listing Rules and is not a substitute for advice from qualified professional advisers. If there is any conflict or inconsistency between this letter and the Listing Rules, the Listing Rules prevail. You may consult the Listing Division on a confidential basis for an interpretation of the Listing Rules, or this letter.*

1. Purpose

1.1 Some market participants have asked the Exchange to remind applicants that it does not allow any direct or indirect benefits by side letter or otherwise, other than a guaranteed allocation of shares at the IPO price, to be given to cornerstone investors to participate in the placing tranche of a listing applicant's share offering.

2. Background

2.1 It is not uncommon in an IPO that a portion of IPO shares under the placing tranche are preferentially placed to certain investors, usually referred to as "cornerstone investors". Cornerstone investors, usually larger institutions and well-known individuals including asset management

funds, sovereign wealth funds and Hong Kong tycoons, are introduced to an IPO to signify that these investors have confidence in the applicant, and the investment is worthwhile such that they are willing to take up shares at the IPO price. These are preferential placings where the cornerstone investors are guaranteed to receive allocation of shares irrespective of the final offer price.

2.2 Placings to cornerstone investors are generally permitted based on the following principles:

(a) the placing must be at the IPO price and the cornerstone investor must fully pay for its shares before dealings in the applicant's shares on the Exchange commence; (Updated in June 2020)

(b) the IPO shares placed are subject to a lock-up period generally for at least six months following the listing date;

(c) each investor will not have any board representation in the listing applicant, and is independent of the listing applicant, its connected persons and their respective associates;

(d) details of the placing arrangement, including the identity and background of the investors, are disclosed in the listing document; and

(e) notwithstanding the minimum six-month lock-up period, the shares will be part of the public float under Main Board Rule [8.08](#) (GEM Rule [11.23](#)) provided the investor is a member of the public for the purpose of Main Board Rule [8.24](#) (Notes 2 and 3 to GEM Rule [11.23](#)).

2.3 In 2012, among the 50 newly listed Main Board companies (excluding listing of investment funds, GEM transfers, and new listings under VSA), the cornerstone placings ranged between 6% and 66% of the total offering size of IPO shares. In 2011, the range was between 9% and 76%. We tend to see more cornerstone placings when market conditions are difficult.

3. Relevant Listing Rules

3.1 Main Board Rules [2.03](#)(2) and (4) (GEM Rules [2.06](#)(2) and (4)) require the issue and marketing of securities to be conducted in a fair and orderly manner and that all holders of listed securities be treated fairly and equally.

3.2 Main Board Rule [2.13](#) (GEM Rule [17.56](#)) requires that information contained in the prospectus must be accurate and complete in all material respects and not be misleading or deceptive.

4. No Direct or Indirect Benefits to Cornerstone Investors other than Guaranteed Allocation at IPO Price

4.1 The Exchange considers that cornerstone investors provide an impression of voluntary commitment to an IPO by these investors and that the investment is worthwhile. They in fact can make an IPO very successful as retail investors are incentivised to invest in the applicant after finding out these cornerstone investors' commitment. Preferential placings to the cornerstone investors will not violate the fair and equal treatment under Main Board Rules [2.03](#)(2) and (4) (GEM Rules [2.06](#)(2) and (4)) if they follow the principles set out in paragraph 2.2 above.

4.2 Because the existence of cornerstone investors is sometimes critical to the success of an IPO, including when market sentiment is weak, some applicants and their controlling shareholders, sponsors or other syndicate members may be willing to offer to some cornerstone investors direct or indirect benefits by side letter or otherwise, other than a guaranteed allocation at IPO price.
[grifo nosso]

4.3 We consider it misleading to the public if these investors receive some direct or indirect benefits by side letter or otherwise, other than a guaranteed allocation, to take up shares in an IPO and yet being considered cornerstone investors. Accordingly, where there is any form of direct or indirect benefits by side letter or otherwise, other than a guaranteed allocation, given to investors, for example, waiver of brokerage commission, a put option from the controlling shareholder or any other person to buy back the shares after listing, sharing of underwriting commissions, an assurance that the applicant will re-invest the IPO proceeds in funds managed by the cornerstone investor, an agreement to

allow allocation of shares in another IPO, or any other transaction or arrangement entered into on non-arm's length commercial terms in connection with the acquisition of the shares, these investors should be reclassified as pre-IPO investors and the requirements under the [Interim Guidance on Pre-IPO Investments](http://www.hkex.com.hk/eng/rulesreg/listrules/listguid/Documents/gl29-12.pdf) issued in January 2012 (<http://www.hkex.com.hk/eng/rulesreg/listrules/listguid/Documents/gl29-12.pdf>) apply. Please also refer to Guidance Letters HKEx-GL43-12 and HKEx-GL44-12 for the Exchange's policies on pre-IPO investment.

4.4 In addition, the non-disclosure of any form of direct or indirect benefits by side letter or otherwise, other than a guaranteed allocation, given to cornerstone investors violates the principles under Main Board Rule 2.13 (GEM Rule 17.56). This guidance letter does not intend to preclude the entering into of arm's length commercial arrangements between applicants and investors, such as when the investors are major customers and suppliers, or formation of joint ventures for business development with such investors. These are considered as strategic dealings and/ or arrangements with strategic investors. Details of any commercial arrangements should however be fully disclosed in the listing document.

II.4 - CONSIDERAÇÕES FINAIS DA ANÁLISE

28. Finalmente entendemos relevante pontuar que para além do que prevê o art. 23, na visão desta área técnica a associação de qualquer instrumento cujo valor financeiro possa ser objetivamente auferido a estruturas de ancoragem representa potencial conflito que não se coaduna inclusive com o objetivo de tais estruturas.

29. Com efeito, justamente o principal benefício para os investidores em geral que se busca trazer com a inclusão de investidores âncoras em ofertas públicas de distribuição é um referendado balizamento do preço da ação.

30. Desse modo, a introdução de mecanismos que objetivamente impliquem em transferência de valor financeiro ao âncora abre espaço para que o valor apurado no *bookbuilding*, no qual o âncora, embora não participe, exerce influência indireta à luz do preço com o qual se compromete com a oferta, passe a refletir não mais "apenas" as perspectivas em relação ao emissor, maculando o processo de oferta pública.

IV - CONCLUSÃO E ENCAMINHAMENTO

31. Conforme demonstrado na presente manifestação, ao longo das análises dos pedidos de registro de oferta pública de distribuição esta área técnica pôde consolidar o entendimento de que o estabelecimento de contratos de opção, assessórios a acordos de investimento para estruturas de ancoragem em ofertas públicas de distribuição, tem a capacidade de macular a premissa de que o preço da oferta é único. Com efeito, se por um lado em alguns casos não restava claro que o valor justo daqueles instrumentos financeiros de fato não era desprezível, tampouco havia informação de tal valor por oportunidade da análise dos prospectos^[5], no presente caso o Prospecto Preliminar da oferta pública de distribuição de ações da Comerc Participações S.A. informa que o valor justo das opções negociadas no âmbito do acordo de ancoragem tem valor justo de R\$ 1,98, enquanto a faixa de preço da Oferta foi estabelecida entre R\$16,87 e R\$18,56.

32. Desta forma, entendemos que claramente a estruturação do acordo de ancoragem conforme previsto na documentação da oferta fere a regra contida no art. 23 da Instrução CVM 400, que determina que o preço da oferta é único. Não obstante, conforme prossegue o citado dispositivo, o Colegiado da CVM pode manifestar-se favoravelmente a condições e preços diversos "consoante tipo, espécie, classe e quantidade de valores mobiliários ou de destinatários, fixados em termos objetivos e em função de interesses legítimos do ofertante, admitido ágio

ou deságio em função das condições do mercado".

33. À luz de todo o exposto e considerando que o entendimento ora apresentado envolve interpretação de dispositivo normativo, submetemos o presente processo ao Superintendente Geral para que seja posteriormente submetido à superior consideração do Colegiado da CVM, sendo a SRE relatora da matéria na oportunidade de sua apreciação.

[1] Art. 21. As ofertas públicas de distribuição deverão ser realizadas em condições que assegurem tratamento equitativo aos destinatários e aceitantes das ofertas, permitida a concessão de prioridade aos antigos acionistas, sem prejuízo do disposto nos arts. 23 e 33, § 3º.

[2] O pedido de registro da Oferta está na fase de análise do cumprimento de exigências desde 20/09/2021. O Ofício de Vícios Sanáveis será encaminhado em 04/10/2021. O bookbuilding será encerrado em 08/10/2021, com o registro da Oferta previsto para 11/10/2021 e o início das negociações na B3 em 13/12/2021.

[3] Posteriormente, em 2019, a referida consulta foi reformulada para contemplar a atuação do BNDES não mais como investidor âncora mas como provedor de garantia de subscrição, sendo que em 2020 citada instituição novamente manifestou a desistência do pleito.

[4] Conforme consta no trabalho "Do anchor investors create value for initial public offerings? An empirical investigation" (<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0970389617305608>):

The anchor mechanism which is unique to the Indian IPO market is relevant for a number of reasons. First, anchor investors are institutional investors (carved out from QIBs), are sophisticated and they have private information which is not available to common investors. They are informed investors, who have extensive understanding about the market as well as valuation of the firms going public. Second, although anchors are qualified institutional investors, they have to invest in the IPO one day before the book opens to the public. Hence larger participation from anchors in terms of subscription provides an early signal to the market apropos issue quality. Additionally, the price at which they bid for IPO stocks could be used as a reference for price band and final offer price. Third, usually anchors are impartial, as they are not connected with the issuing firm. Moreover, they have their own reputation to protect as institutional investors, hence reputed institutions invest in quality issues to maintain their credibility in the market. Fourth, anchor investors are supposed to apply for IPO stocks just like other investors at the price they consider as best price. They are required to deposit a margin of 25 percent of their application and the balance has to be deposited within two days from the close of the issue. Additionally, these investors are not allowed to sell their allotted stocks within one month from date of listing. Thus, anchor investors' contracts are genuine and based on a well calculated investment strategy. Fifth, unlike underwriters and syndicates, anchor investors' participation in an IPO does not add any cost to the company, because anchors are investing on their own. Finally, details of the anchor investors' investment in an issue is publicly available, hence information asymmetry between institutional and non-institutional investors can be minimised.

[5] O valor justo das opções relacionadas ao contrato de ancoragem na oferta pública de GetNinjas S.A. foi objeto de divulgação apenas quando do atendimento ao Ofício de Vícios Sanáveis, em decorrência de exigência da SEP. Vale destacar que nesta fase do processo de registro de oferta pública não é esperada qualquer modificação no prospecto que não decorra de exigências desta SRE. Com efeito, uma vez que após este atendimento feito pelo requerente a próxima manifestação da CVM se dá com a concessão ou indeferimento dos registros requeridos, oferta e de emissor, nesta fase não se espera a introdução de qualquer informação que não aquelas solicitadas pela SRE.

Atenciosamente,

ELAINE MOREIRA MARTINS DE LA ROCQUE
Gerente de Registros - 2

De acordo. Ao SGE.

LUIS MIGUEL R. SONO
Superintendente de Registros de Valores Mobiliários

Ciente. À EXE, para as providências exigíveis.

ALEXANDRE PINHEIRO DOS SANTOS
Superintendente Geral



Documento assinado eletronicamente por **Elaine Moreira Martins de La Roque, Gerente**, em 02/10/2021, às 18:10, com fundamento no art. 6º 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 02/10/2021, às 18:12, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Alexandre Pinheiro dos Santos, Superintendente Geral**, em 03/10/2021, às 00:21, com fundamento no art. 6º 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, informando o código verificador **1357325** e o código CRC **4D5B6033**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **1357325** and the "Código CRC" **4D5B6033**.*