



**RELATÓRIO DE ANÁLISE SDM**  
**Audiência Pública nº 05/2008**

**Assunto:** Minuta de Instrução sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados.

## **1. Introdução**

A minuta objeto da audiência pública nº 05/2008 (“Minuta”) trata das ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados de balcão organizado e não-organizado. Conforme mencionado no edital, a CVM pretende que, uma vez editada, a instrução venha a reduzir os custos das ofertas públicas de esforços restritos, facilitando o acesso dos emissores ao mercado de valores mobiliários.

A Minuta foi colocada em audiência pública entre os dias 8 de setembro e 31 de outubro de 2008 e o presente relatório foi elaborado pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado com o objetivo de apresentar ao Colegiado da CVM as sugestões recebidas no processo de audiência pública e a proposta definitiva da instrução. Seu conteúdo reflete a opinião e as interpretações de tal Superintendência e não necessariamente as da CVM. Este relatório não é aprovado pelo Colegiado ou por outras Superintendências da CVM.

Para melhor descrever e comentar as manifestações dos participantes, este relatório é dividido da seguinte forma: (i) introdução; (ii) lista de participantes da audiência pública; (iii) comentários gerais feitos sobre a Minuta; (iv) análise das respostas às questões formuladas no edital de audiência pública; (v) comentários pontuais sobre a Minuta; (vi) comentários relacionados à linguagem; e (vii) apresentação da proposta definitiva de instrução.

## **2. Lista de participantes da audiência pública**

Participaram da audiência pública:

- i) Associação Brasileira de Bancos Internacionais (“ABBI”);
- ii) Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança (“ABECIP”);
- iii) Associação Brasileira de Companhias Abertas (“ABRASCA”);
- iv) Associação Nacional dos Bancos de Investimento (“ANBID”);
- v) Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro (“ANDIMA”);
- vi) Azevedo Sette Advogados;



- vii) Banco Central do Brasil;
- viii) Banco Itaú BBA S.A. (“Itaú BBA”);
- ix) BM&F Bovespa S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (“BM&F Bovespa”);
- x) Barbosa, Müssnich & Aragão Advogados (“BMA”);
- xi) Caixa Econômica Federal;
- xii) CETIP S.A. - Balcão Organizado de Ativos e Derivativos (“CETIP”);
- xiii) Demarest & Almeida Advogados (“Demarest”);
- xiv) Gilberto Alvares Advogados;
- xv) Grebler Advogados;
- xvi) Instituto Brasileiro de Relações com Investidores (“IBRI”);
- xvii) Investidor Profissional Gestão de Recursos Ltda. (“IP”);
- xviii) Levy & Salomão Advogados (“Levy Salomão”);
- xix) Lobo & De Rizzo Advogados (“Lobo De Rizzo”);
- xx) Machado, Meyer, Sendacz e Opice Advogados (“MMSO”);
- xxi) Miguel Lawson;
- xxii) Rio Bravo Investimentos S.A. DTVM (“Rio Bravo”);
- xxiii) Rocha, Trindade & Menegaz Advogados Associados (“RTM”);
- xxiv) Stacchini Advogados (“Stacchini Advogados”);
- xxv) Souza, Cescon Avedissian, Barriue e Flesch Advogados (“SCBF”); e
- xxvi) Veirano Advogados (“Veirano”).

### **3. Comentários gerais à Minuta**

Todas as manifestações recebidas no âmbito da audiência pública expressaram forte apoio à iniciativa da CVM de estabelecer um arcabouço regulatório específico para as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos. Nesse sentido, os participantes foram unânimes em afirmar que a instrução, uma vez em vigor, representará avanço significativo na regulação do mercado de capitais brasileiro, contribuindo para reduzir os custos das ofertas e facilitar o acesso ao mercado de valores mobiliários, especialmente por parte de emissores até então excluídos desse mercado.

### **4. Questões do edital**

No edital de audiência pública, a CVM formulou algumas questões em relação às quais procurou ouvir a opinião do mercado. As respostas recebidas, assim com os comentários da SDM, se encontram descritas abaixo.



#### **4.1 Inclusão de ações e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações**

A primeira questão formulada no edital dizia respeito à exclusão das ações e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações do rol de valores mobiliários passíveis de serem objeto de oferta pública distribuída com esforços restritos.

Das manifestações recebidas, parte expressiva mostrou-se favorável à inclusão das ações e valores mobiliários nelas conversíveis ou permutáveis no rol de valores mobiliários a serem ofertados publicamente sob o amparo da nova instrução. Nessa direção, manifestaram-se ABBI, ANBID, ABRASCA, ANDIMA, BM&F Bovespa, BMA, Demarest, Grebler Advogados, IBRI, IP, Levy Salomão, Lobo De Rizzo, MMSO, Rio Bravo e SCBF.

Em linhas gerais, esses participantes justificaram a inclusão das ações e seus respectivos conversíveis ou permutáveis sob o argumento de que a emissão de tais valores mobiliários resultaria na criação de uma espécie de estágio preliminar, anterior ao da abertura de capital, que permitiria aos emissores de menor porte iniciar um relacionamento com a comunidade de investidores e familiarizar-se com o ambiente regulado do mercado de capitais.

Paralelamente, argumentou-se que os emissores já registrados como companhias abertas também se beneficiariam com a expansão do rol de valores mobiliários, uma vez que passariam a dispor de um mecanismo mais ágil para a captação de recursos mediante oferta pública de capital.

Ainda a respeito do tema, ANBID, MMSO e SCBF ponderaram que a instrução poderia, em alternativa, restringir a oferta pública de ações ou de valores mobiliários nelas conversíveis ou permutáveis distribuída com esforços restritos exclusivamente às companhias abertas, caso a CVM considerasse inconveniente permitir a oferta desses valores mobiliários por companhias fechadas. O SCBF aventou, ainda, a possibilidade de se limitar as ofertas desses valores mobiliários às companhias abertas cujas ações já sejam admitidas à negociação em bolsa em segmentos com níveis diferenciados de governança corporativa.

De outro lado, o Veirano manifestou-se no sentido de que, pelo menos por um período inicial, as ações e os valores mobiliários nelas conversíveis ou permutáveis deveriam ser excluídos do escopo da instrução que vier a ser editada pela CVM.

Não obstante os argumentos apresentados em favor da inclusão das ações e demais valores mobiliários nelas conversíveis ou permutáveis no âmbito de aplicação da instrução, bem como o
---



interesse e o compromisso desta Autarquia com o desenvolvimento do mercado de ações, a SDM entende que é mais prudente iniciar a vigência da instrução sem que tais valores mobiliários estejam passíveis de ofertas públicas distribuídas com esforços restritos.

No entender da SDM, a inclusão de ações e respectivos valores conversíveis ou permutáveis exigiria estudos e debates adicionais, sobretudo a respeito de questões complexas, tal como a possibilidade de exclusão do direito de preferência dos acionistas em ofertas públicas destinadas a um número pequeno de investidores.

Após um período inicial de familiarização, por parte dos participantes do mercado, dos investidores e do próprio órgão regulador, com a aplicação prática da instrução, poderá ser reavaliada a conveniência de incluir tais valores mobiliários no âmbito das ofertas públicas distribuídas com esforços restritos.

#### **4.2 Tipos societários dos emissores**

O edital também trazia um questionamento da CVM acerca da opinião do mercado a respeito das vantagens e desvantagens de eventual limitação do alcance da instrução às ofertas de valores mobiliários emitidos por sociedades anônimas.

ABRASCA, IBRI, MMSO, Rio Bravo e Veirano manifestaram-se favoravelmente à limitação do escopo da instrução aos valores mobiliários emitidos por sociedades anônimas por entenderem, em linhas gerais, que a Lei nº 6.404, de 1976, contempla uma série de regras com as quais os participantes do mercado e os investidores em geral já se acostumaram em vista dos mais de 30 anos da sua vigência.

Em sentido diverso, ABBI, ANDIMA, BMA, Itaú BBA, Levy Salomão, Lobo De Rizzo, RTM e SCBF manifestaram-se contrariamente à limitação do escopo da Minuta aos valores mobiliários emitidos por sociedades anônimas. Entre as razões apresentadas, destaca-se a alegação de que a exclusão dos valores mobiliários emitidos por limitadas do escopo da Minuta impediria a maior parte das empresas brasileiras, inclusive empresas de médio e grande porte, de tirar proveito do mecanismo de captação que se pretende criar com a instrução, o que, evidentemente, contraria a intenção da CVM de facilitar o acesso ao mercado de capitais.

Por sua vez, RTM advertiu que a exclusão dos valores mobiliários emitidos por cooperativas acabaria privando uma parte expressiva do setor do agronegócio de se utilizar das ofertas públicas distribuídas com esforços restritos.



Considerando as manifestações recebidas, a SDM não se convenceu da necessidade de restringir a possibilidade de realizar ofertas públicas distribuídas com esforços restritos a um ou mais tipos societários.

MMSO ressaltou, em sua manifestação, a possibilidade de a CVM vir a ser questionada quanto ao seu poder de polícia sobre o emissor, o ofertante e seus respectivos administradores, na hipótese destes serem organizados sob a forma de tipo societário diverso da sociedade anônima.

Inicialmente, deve-se notar que a Lei nº 6.385, de 1976, em seu art. 2º, § 2º, sujeita os emissores de valores mobiliários ali referidos, bem como seus administradores e controladores, à mesma disciplina prevista para as companhias abertas.

Portanto, na opinião da SDM, que se baseia na jurisprudência do colegiado da CVM, a forma de organização societária é irrelevante para se verificar a competência desta autarquia quanto à aplicação das penalidades estabelecidas no art. 11 da Lei nº 6.385, de 1976.<sup>1</sup>

#### **4.3 Obrigações informacionais**

A última questão formulada no edital se referia à eventual necessidade de exigir obrigações informacionais mínimas e, em particular, a divulgação de fato relevante, por parte dos emissores de valores mobiliários que venham a ser objeto de oferta pública distribuída com esforços restritos.

Das manifestações recebidas pela SDM, a maior parte posicionou-se de forma favorável à inclusão de obrigações informacionais mínimas, inclusive no que diz respeito à divulgação de fato relevante. Destacou-se, a propósito, que o cumprimento de tais obrigações, além de não representar um custo proibitivo para os emissores, é condição essencial para uma decisão de investimento fundamentada por parte de investidores, sejam eles qualificados ou não.<sup>2</sup>

Além disso, algumas das manifestações recebidas trouxeram sugestões para aperfeiçoar o conjunto de obrigações previsto na Minuta, sendo que tais sugestões são objeto do item 5.11 do presente relatório.

A ABBI, no entanto, foi expressamente contrária à previsão de obrigações informacionais mínimas por entender que tal medida poderia ter por efeito restringir o número de emissores capazes de se adequar

<sup>1</sup> Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2007/13207, julgado em 2 de setembro de 2008.

<sup>2</sup> Nesta direção, manifestaram-se a ANDIMA, o BMA, o Levy Salomão, o MMSO, o SCBF e o Veirano. Registre-se que a manifestação da ANDIMA esclareceu ainda que, com relação à obrigatoriedade de divulgação de fato relevante, não houve consenso entre suas associadas presentes à reunião que discutiu o edital.



à norma, representando, desse modo, um entrave para o desenvolvimento das ofertas públicas de esforços restritos. Já o Itaú BBA opôs-se especificamente à necessidade de divulgação de fato relevante pois, em sua opinião, investidores qualificados não precisam de tal proteção.

Sem prejuízo das manifestações contrárias, a audiência pública reforçou a convicção da SDM de que a exigência de obrigações informacionais não só se mostra conveniente como também necessária à proteção dos investidores, posto que qualificados, tendo em vista, especialmente, a possibilidade de distribuição com esforços restritos de valores mobiliários de emissão de companhias fechadas.

## **5. Comentários pontuais à Minuta**

### **5.1 Escopo da aplicação da instrução (Art. 1º, §1º)**

ABBI, ANDIMA, Levy Salomão, Lobo De Rizzo e MMSO sugeriram a exclusão do rol taxativo de valores mobiliários previsto no art. 1º, §1º, da Minuta, de forma a tornar a instrução aplicável a todo e qualquer valor mobiliário, conforme a definição contida no art. 2º da Lei 6.385, de 1976.

Em direção diversa, outros participantes sugeriram a inclusão de alguns valores mobiliários no rol do art. 1º, §1º, da Minuta. Nessa linha, Stacchini Advogados sugeriu a inclusão de determinados títulos previstos nas Leis nºs 11.076, de 30 de dezembro de 2004, e 10.931, de 2 de agosto de 2004, quais sejam, os Certificados de Direitos Creditórios do Agronegócio – CDCAs, as Letras do Agronegócio – LCAs, os Certificados de Recebíveis do Agronegócio – CRAs, as Letras de Crédito Imobiliário – LCI e as Cédulas de Crédito Imobiliário – CCIs.

A SDM entende prudente, nesse momento inicial, restringir o alcance da Minuta a determinados valores mobiliários que estão bem difundidos no mercado, resguardada, todavia, a possibilidade de a CVM vir a analisar, em momento posterior, a conveniência de incluir outros valores mobiliários no âmbito de aplicação da instrução.

Nada obstante, tendo em vista a divulgação pela CVM de comunicado em 21 de novembro de 2008, prevendo a submissão dos CRAs às mesmas regras que disciplinam os CRIs, a SDM propõe que seja aceita a sugestão de Stacchini Advogados no sentido de incluir os CRAs no rol de valores mobiliários que podem ser objeto de oferta pública distribuída com esforços restritos.

As manifestações encaminhadas por ANBID, ABBI, ANDIMA, BMA, Itaú BBA e SCBF expressaram preocupação ou dúvida quanto à inclusão das Cédulas de Crédito Bancário – CCBs no rol



de valores mobiliários abrangidos pela Minuta, alegando divergências sobre o tratamento regulatório a ser dispensado às ofertas desses títulos.

A CVM já decidiu, no Proc. RJ2007/11593, de 22 de janeiro de 2008, que as CCBs podem ser valores mobiliários, desde que sejam ofertadas publicamente e não sejam garantidas por instituição financeira. Como o próprio texto da Minuta deixa claro, o normativo só se aplica a ofertas públicas. De todo modo, a SDM propõe a alteração do art. 1º, §1º do texto para deixar claro que a instrução não se aplica às CCBs garantidas por instituição financeira.

ABBI e Demarest sugeriram mudanças na redação do art. 1º, §1º, a fim de possibilitar que valores mobiliários emitidos no exterior possam ser objeto de oferta pública distribuída com esforços restritos.

A SDM entende que a eventual inclusão de valores mobiliários estrangeiros no escopo da instrução ainda depende de estudos e debates adicionais.

## **5.2 Meios de procura de investidores (Art. 2º)**

ABBI, ANBID, ANDIMA e CETIP propuseram a exclusão dos incisos do caput do art. 2º da Minuta. Segundo a ANDIMA e a CETIP, as formas de procura de investidores ali previstas são, em boa parte, comuns às operações privadas. Por essa razão, sua manutenção no texto da instrução poderia gerar insegurança.

A SDM reconhece o mérito da sugestão, levando em conta, em particular, o disposto no parágrafo único do mesmo artigo, que também limita os esforços de distribuição no âmbito das ofertas públicas de que trata a instrução. Assim, a SDM propõe que seja acolhida a sugestão de se excluir os incisos do caput do art. 2º.

Ainda a respeito da possível confusão entre oferta pública e privada, o BMA indagou se seria reputada privada a oferta por meio da qual sejam procurados menos de 50 investidores qualificados, dos quais menos de 20 venham a subscrever ou adquirir os valores mobiliários ofertados.

Em sentido paralelo, ANBID e ANDIMA sugeriram que o texto da Minuta esclarecesse que nem toda oferta dirigida a até 50 investidores qualificados, ou subscritas ou adquiridas por até 20 investidores qualificados, configura oferta pública distribuída com esforços restritos.





Conforme expresso no próprio edital, a Minuta não tem a intenção de definir o que seja oferta pública ou privada, atendo-se a dispensar o registro das ofertas públicas que atendam aos requisitos ali estabelecidos. Sem prejuízo desse entendimento, para afastar quaisquer dúvidas que ainda poderiam persistir sobre o ponto, a SDM propõe que seja incluído um parágrafo no art. 1º da Minuta, explicitando que a instrução não se aplica às ofertas privadas de valores mobiliários.

Feitas essas considerações, a SDM entende que, dado o disposto no art. 18, § 3º, da Lei 6.385, de 1976, resta evidente a vontade do legislador no sentido de caracterizar uma oferta de distribuição de valores mobiliários como pública ou não pela forma de procura dos investidores, e não pelo número de investidores procurados ou que venham a subscrever ou adquiri-la. Logo, no entendimento da SDM, não há como se afirmar, de antemão, que toda oferta em que vierem a ser contatados menos de 50 investidores, ou que seja subscrita ou adquirida por menos de 20 investidores, será considerada uma oferta privada ou pública. O que a instrução faz, repita-se, é simplesmente dispensar o registro na CVM das ofertas públicas que atendam aos requisitos ali estabelecidos, entre os quais se incluem o número máximo de investidores que podem ser procurados e o número máximo de subscritores ou adquirentes dos valores mobiliários ofertados.

### **5.3 Investidores qualificados (Art. 4º)**

ABBI, ANBID, ANDIMA CETIP e Itaú BBA sugeriram a alteração do texto da Minuta de forma a permitir que fundos de investimento e carteiras administradas geridas pelo mesmo administrador de carteira de valores mobiliários venham a ser considerados como um único investidor qualificado para fins de verificação do cumprimento dos limites de investidores qualificados que poderão ser procurados (art. 2º) e subscrever ou adquirir (art. 3º) os valores mobiliários objeto da oferta.

Argumentaram que, na prática, o esforço de venda por parte dos intermediários envolve a procura do gestor e que este, por sua vez, é quem decide, sem interferência do intermediário, como os valores mobiliários subscritos ou adquiridos serão alocados nas carteiras por ele geridas.

Ainda a esse respeito, ANBID, BM&F Bovespa, CETIP e Itaú BBA propuseram que a instrução seja alterada a fim de que todos os fundos de investimento sejam considerados investidores qualificados, ainda que os mesmos não sejam destinados exclusivamente a investidores qualificados.





A SDM concorda com os argumentos das entidades e, nesse sentido, propõe a alteração do texto da instrução a fim de que fundos de investimento sejam considerados investidores qualificados, independente dos seus cotistas serem ou não investidores qualificados e, ainda, quando geridos por um mesmo administrador de carteiras de valores mobiliários, sejam considerados como um único investidor qualificado para os fins dos limites previstos nos arts. 2º e 3º da Minuta.

#### **5.4 Limites para investidores procurados, subscritores e adquirentes (arts. 2º e 3º)**

ABBI, ABRASCA e CETIP sugeriram a flexibilização ou exclusão dos limites estabelecidos na Minuta para o número de investidores que poderão ser procurados (art. 2º) ou subscrever ou adquirir os valores mobiliários objeto das ofertas públicas distribuídas com esforços restritos (art. 3º).

A seu turno, Levy Salomão, SCBF e Veirano consideraram desnecessária a limitação do número de investidores que podem ser procurados, tendo em vista o limite de 20 subscritores ou adquirentes por oferta previsto no art. 2º da Minuta. Na mesma linha, Rio Bravo defendeu a exclusão do limite previsto no art. 2º e o aumento do limite de subscritores ou adquirentes previsto no art. 3º para 100 (cem) investidores.

De outra parte, ABBI, ANBID, ANDIMA, BM&F Bovespa e MMSO argumentaram que a diferença entre o número de investidores que podem ser procurados e o daqueles que podem efetivamente subscrever ou adquirir os valores mobiliários ofertados poderia inviabilizar o cumprimento, por parte do intermediário da oferta, da obrigação, prevista no art. 11, item VI, da Minuta, de assegurar tratamento equitativo aos destinatários da oferta. A propósito, ABBI, ANBID, ANDIMA e Demarest sugeriram, em síntese, a inclusão na Minuta de um dispositivo que permita a adoção de procedimento diferenciado para a seleção dos 20 adquirentes ou subscritores ou, ainda, a preparação de uma lista de distribuição, nos moldes previstos na Instrução CVM nº 400, de 28 de dezembro de 2003.

Ainda no que tange aos limites de investidores, BM&F Bovespa sugeriu que o número daqueles que podem ser procurados e o número dos que podem efetivamente subscrever ou adquirir os valores ofertados sejam ambos fixados em 50. MMSO, por sua vez, defendeu a possibilidade de todos os investidores procurados aderirem à oferta, prevendo-se, em caso de excesso de demanda, a realização de rateio dos valores mobiliários ofertados.



A SDM entende que os limites aos números de subscritores e destinatários da oferta previstos na Minuta são adequados, sobretudo, para os primeiros anos de vigência da instrução. No entanto, a SDM reconhece o mérito do argumento de ABBI, ANBID, ANDIMA, BM&F Bovespa e MMSO e propõe, dessa forma, a exclusão da obrigação de tratamento equitativo prevista no art. 11 da Minuta.

Grebler Advogados e IBRI sugeriram a previsão de valor máximo dos recursos que podem ser captados mediante oferta pública distribuída com esforços restritos.

A SDM entende que não se faz necessário estabelecer um montante máximo que poderia ser captado por meio das ofertas públicas reguladas pela instrução, uma vez que já existem limites para o número de investidores que podem ser procurados e para o número de investidores que podem subscrever ou adquirir os valores mobiliários ofertados.

### **5.5 Declaração dos investidores qualificados (Art. 7º)**

ABBI, ANBID, Demarest, Itaú BBA, MMSO e SCBF sugeriram alterações no art. 7º da Minuta de modo a ampliar o conteúdo da declaração exigida dos investidores qualificados por ocasião da subscrição ou aquisição dos valores mobiliários ofertados.

A SDM entende que o conteúdo da declaração, tal como previsto na Minuta submetida à audiência pública, é o mínimo que deve ser exigido dos investidores que vierem a subscrever ou adquirir valores mobiliários nas ofertas públicas de que trata a instrução. Isso, no entanto, não afasta a possibilidade dos intermediários virem a solicitar outras declarações dos investidores que, a seu exclusivo critério, julgarem necessárias. Por essa razão, a SDM entende não existir necessidade de se alterar a redação do art. 7º em questão.

### **5.6 Prazo para realização de nova oferta (Art. 9º)**

ABBI, ABECIP, ABRASCA, ANBID, ANDIMA e Levy Salomão opuseram-se à vedação de realização pelo ofertante, dentro do prazo de 120 (cento e vinte) dias, de nova oferta pública distribuída com esforços restritos. A esse respeito, ABBI, ABRASCA e ANDIMA ressaltaram que a proibição de sucessivas ofertas em curto espaço de tempo comprometeria a capacidade dos emissores em aproveitar as janelas de oportunidade que possam surgir durante o prazo da vedação, prejudicando, dessa forma, a agilidade no acesso ao mercado de capitais.



Caso a CVM entenda que o período de vedação deva ser mantido na instrução, ANBID, ANDIMA e CETIP sugeriram, em alternativa à proposta de supressão, que a redação do art. 9º da Minuta seja alterada para que a restrição se aplique somente às ofertas de valores mobiliários de mesma espécie *de um mesmo emissor*.

A SDM concorda com a última sugestão e propõe alterar a redação do artigo em questão para deixar claro que a restrição atinge somente as ofertas de valores mobiliários do mesmo emissor. Com relação às demais sugestões, a SDM propõe que não sejam acatadas, pois entende necessário prevenir a realização de ofertas sucessivas em curto espaço de tempo que, em conjunto, ultrapassem os números máximos de destinatários, subscritores e adquirentes estabelecidos na instrução.

ABECIP e Levy Salomão consideraram a vedação particularmente prejudicial para a oferta de CRIs, que se encontra regulamentada pela Instrução CVM nº 414, de 30 de dezembro de 2004. Alegam, a propósito, que é comum, no mercado, uma mesma securitizadora realizar emissões de CRIs lastreados em direitos creditórios oriundos de diferentes originadoras em curto intervalo de tempo.

A SDM propõe a alteração da Minuta para atender a essa preocupação, sugerindo ainda a extensão da isenção às ofertas públicas de CRAs.

ABBI, BM&F Bovespa, Grebler Advogados e MMSO entendem necessário que a instrução indique o marco de início e encerramento da oferta pública distribuída com esforços restritos tendo em vista a vedação de nova oferta no prazo previsto no art. 9º.

A SDM propõe a indicação da data de início da oferta no Anexo I da Minuta.

### **5.7 Obrigações do ofertante (Art. 10)**

ABBI e ANBID sugeriram alterações no artigo em questão a fim de adequá-lo aos casos em que o ofertante não seja o emissor dos valores mobiliários objeto da oferta pública distribuída com esforços restritos. Referindo-se especificamente às ofertas de CCBs, o Banco Central do Brasil ressaltou que a instrução não deveria submeter o emissor às obrigações previstas na Minuta na hipótese de a oferta pública ser secundária e ocorrer à sua revelia.



Tendo em vista que a Minuta abrange valores mobiliários emitidos tanto por sociedades limitadas como por companhias fechadas, impondo obrigações informacionais adicionais a todos esses emissores, a SDM não considera razoável compelir o emissor a colaborar com o ofertante em uma oferta secundária.

De outra parte, a SDM sugere que a redação do art. 17 da Minuta seja alterada de modo a se obrigar que os instrumentos jurídicos relativos aos valores mobiliários ofertados contenham declaração das obrigações assumidas pelo emissor, sob pena de não se admitir a negociação dos referidos valores mobiliários nos mercados secundários. Assim, afasta-se a possibilidade de o emissor se ver obrigado a prestar, contra sua vontade, as informações exigidas pela Minuta.

ANBID, Itaú BBA e SCBF opuseram-se à extensão da responsabilidade pelo cumprimento das obrigações do ofertante aos seus administradores sob o argumento de que tal responsabilização se mostra inconsistente com o regime das ofertas públicas reguladas pela Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003.

A SDM entende que a responsabilização dos administradores do ofertante prevista na Minuta apenas explicita uma responsabilidade que decorre da Lei nº 6.385, de 1976.

### **5.8 Obrigações do intermediário (Art. 11)**

ANBID e Itaú BBA sugeriram nova redação ao disposto no inciso I do art. 11 da Minuta. Em linhas gerais, alegaram que não há como o intermediário garantir, tanto do ponto de vista jurídico quanto prático, o efetivo acesso dos investidores às informações que lhes sejam disponibilizadas.

Ainda a esse respeito, MMSO mencionou que a obrigação prevista no inciso II do art. 11 é incongruente com o propósito da instrução na medida em que poderia acarretar o aumento dos custos e do tempo necessários para realização da oferta. No seu entender, os elevados padrões de diligência exigidos em tal dispositivo seriam necessários apenas em ofertas destinadas a investidores de varejo.

A SDM entende que os intermediários são os principais garantidores do acesso dos investidores às informações. Em sua opinião, não seria prudente dispensar o registro das ofertas sem impor deveres aos intermediários nesse sentido. Porém, alguns ajustes de redação foram propostos, compatibilizando-a com a redação prevista na Instrução CVM nº 400, de 2003.



Itaú BBA e SCBF se opuseram à responsabilização dos administradores das instituições intermediárias, sob o argumento de que tal responsabilização é inconsistente com o regime das ofertas públicas reguladas pela Instrução CVM nº 400, de 2003.

A SDM entende que a responsabilização dos administradores do intermediário prevista na Minuta apenas explicita uma responsabilidade que decorre da Lei nº 6.385, de 1976.

### **5.9 Restrições à negociação: *lock-up* (Art. 13) e negociação entre investidores qualificados (Art. 15)**

ABBI, ABRASCA, ANDIMA e MMSO mostraram-se contrários à existência da restrição à negociação prevista no artigo 13 da Minuta de instrução. Segundo a ABRASCA, tal medida tem como finalidade proteger os investidores contra fortes oscilações do preço dos valores mobiliários após a oferta, o que não se justifica no caso de uma oferta subscrita ou adquirida apenas por investidores qualificados, que, em princípio, estão cientes dos riscos incorridos na operação. O Itaú BBA, por sua vez, sugeriu que tal restrição não seja aplicável nos casos em que o ofertante não seja o emissor dos valores mobiliários objeto da respectiva oferta.

A SDM entende que o *lock up* de 90 dias é necessário para evitar a disseminação dos valores mobiliários no mercado para além de 20 subscritores ou adquirentes logo após a realização da oferta.

ANBID e ANDIMA sugeriram que o prazo de duração da restrição à negociação prevista na Minuta seja contado da data da respectiva subscrição ou aquisição, e não da data de encerramento da oferta. Argumentaram que a regra prevista na Minuta poderia prejudicar os investidores que fossem os primeiros a subscrever ou adquirir os valores mobiliários durante a oferta, caso esta última se prolongue por tempo considerável.

ABBI, ANBID e CETIP sugeriram que a responsabilidade pela verificação do cumprimento dessa vedação à negociação fique a cargo das entidades administradoras de sistema de registro, custódia ou liquidação financeira onde forem registrados ou custodiados os respectivos valores mobiliários.

A SDM concorda com a sugestão de que o prazo do *lock-up* seja contado da data da efetiva subscrição ou aquisição pelo investidor e propõe, nessa linha, que seja alterada a redação do art. 13.

Contudo, a SDM entende que os intermediários das negociações no mercado são as



instituições em melhores condições para realizar a verificação da observância das restrições estabelecidas nos arts. 13 e 15 da Minuta. Sendo assim, a SDM entende que não devem ser acatadas as sugestões no sentido de transferir ou estender tal responsabilidade às entidades administradoras.

A BM&F Bovespa sugeriu que, caso a emissora tenha ou venha a obter o registro de que trata o art. 21 da Lei nº 6.385, de 1976, e desde que os respectivos valores mobiliários já estejam admitidos à negociação em mercados regulamentados, a emissora seja então desobrigada de apresentar prospecto para que se admita a negociação dos respectivos valores mobiliários entre investidores não-qualificados.

A SDM entende que a apresentação de prospecto constitui importante meio de informação para o público investidor de tal sorte que a sua apresentação se mostra essencial para uma tomada de decisão fundamentada, especialmente por parte de investidores não-qualificados. Ademais, na opinião da SDM, eventuais situações para as quais não se justifique a exigência do prospecto podem ser tratadas, caso a caso, mediante pedido de dispensa formulado ao colegiado da CVM.

A SDM ressalta, ainda, que a exigência de apresentação de prospecto na hipótese referida pela BM&F Bovespa poderá vir a ser suprimida no futuro, com a reforma da Instrução CVM nº 202, de 6 de dezembro de 1993.

### **5.10 Negociação em mercados de balcão organizado e não-organizado (Art. 14)**

BMA e Lobo De Rizzo solicitaram a posição da CVM com relação a possível contradição entre, de um lado, o comando contido no art. 14 da Minuta que autoriza a negociação de valores mobiliários de emissão de companhias fechadas no mercado de balcão organizado e, de outro, o disposto no §1º do arts. 4º da Lei nº 6.404 e 21 da Lei nº 6.385, de 1976 no qual se determina que “somente valores mobiliários de emissão de companhia registrada na Comissão de Valores Mobiliários podem ser negociados no mercado de valores mobiliários”.

A SDM entende que as normas acima referidas não devem ser interpretadas isoladamente, desconectadas de outras disposições que integram a ordem jurídica. Em particular, a questão deve ser examinada à luz do disposto nos arts. 21, §6º, e 19, §5º da Lei nº 6.385, de 1976, que outorgam à CVM competência para dispensar quer o registro de companhia aberta quer o registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários, devendo-se levar em consideração ainda a norma contida no art. 2º, §2º, que equipara quaisquer emissores de valores



mobiliários a companhias abertas para os fins da legislação e regulamentação do mercado de capitais.

BM&F Bovespa propõe que seja admitida a negociação em bolsa dos valores mobiliários objeto de oferta pública distribuída com esforços restritos.

A SDM propõe que tal sugestão não seja acatada, haja vista que os valores mobiliários distribuídos com esforços restritos, em razão de suas características, se prestam à negociação em mercado de balcão. Tal opinião é corroborada pelo fato de ter-se excluído do escopo da Minuta ações e valores mobiliários nelas conversíveis ou permutáveis.

A Caixa Econômica Federal sugeriu que a redação do parágrafo único do artigo 14 da Minuta seja alterada para esclarecer se a intenção do dispositivo consiste em exigir o registro do fundo ou da oferta junto à CVM. Ademais, a Caixa Econômica Federal argumentou que, no seu entendimento, o registro do fundo já seria um requisito de funcionamento de todos os fundos fechados e, assim, não seria necessário exigi-lo para que se admita as cotas de tais fundos à negociação em mercado de balcão organizado ou não-organizado.

Inicialmente, a SDM esclarece que o registro a que se refere o parágrafo único do art. 14 da Minuta é, de fato, o registro do fundo junto à CVM. No entanto, a SDM considera que a inclusão de tal dispositivo é necessária uma vez que o **caput** do art. 14 dispensa o registro do emissor para a negociação dos valores mobiliários nos mercados de balcão organizado e não-organizado. Ou seja, a inclusão da norma prevista no parágrafo único, referente às cotas de fundos de investimento, é necessária para impedir que cotas de fundos não-registrados sejam admitidas à negociação no mercado.<sup>3</sup>

### 5.11 Obrigações do emissor (Art. 17)

Com relação à obrigatoriedade de preparação de demonstrações financeiras em conformidade com a Lei nº 6.404, de 1976, e demais regras emitidas pela CVM, a BM&F Bovespa e o SCBF consideraram que se deveria esclarecer que a obrigação diz respeito somente às demonstrações financeiras de encerramento de exercício e não abrange as informações financeiras trimestrais. No mesmo sentido, a ANBID propõe a alteração do inciso I do referido artigo.

<sup>3</sup> Sobre a possibilidade de existência de fundos não registrados na CVM, Proc. CVM nº RJ2005/2345, julgado em 21 de fevereiro de 2006.





Contraopondo-se a esse entendimento, IP e Stacchini Advogados defenderam a importância da preparação e divulgação das informações trimestrais como instrumento de acompanhamento da situação econômico-financeira do emissor.

Considerando que o propósito principal desta Autarquia com a instrução é diminuir custos para os emissores, a SDM entende que a instrução somente deva obrigar o emissor a preparar demonstrações financeiras anuais.

A ANBID sugeriu que a redação do inciso III do art. 17 da Minuta seja alterada de forma a restringir a disponibilização das demonstrações financeiras da emissora aos titulares dos valores mobiliários distribuídos publicamente.

Levy Salomão defendeu a inclusão da obrigação de os emissores organizados sob a forma sociedade limitadas ou cooperativa elaborarem demonstrações financeiras relativas aos 3 (três) exercícios sociais anteriores à oferta, observadas a legislação e regulamentação sobre o tema aplicável às companhias abertas.

O Itaú BBA opôs-se à obrigatoriedade da auditoria das demonstrações financeiras da emissora por auditor registrado na CVM.

Demarest sugeriu ampliar o prazo de disponibilização das demonstrações financeiras do emissor de 3 (três) para 5 (cinco) anos, de forma a harmonizar com a regulação da CVM e a Lei nº 6.385, de 1976.

BM&F Bovespa e Stacchini Advogados sugeriram a inclusão da obrigação de o emissor enviar as informações divulgadas por ele na rede mundial de computadores à entidade administradora de sistema de registro, custódia ou liquidação financeira em que vierem a ser registrados ou custodiados os valores mobiliários objeto da oferta pública distribuída com esforços restritos. O BMA sugeriu a inclusão da obrigação de envio das informações a cada um dos titulares dos valores mobiliários.

Stacchini Advogados sugeriu ainda a inclusão da obrigação de o emissor divulgar a ata da assembléia geral ordinária ou da deliberação societária equivalente na rede mundial de computadores.

Lobo de Rizzo, por sua vez, defendeu que a obrigação de disponibilizar as informações na rede mundial de computadores seja substituída pela obrigação de o emissor fornecer as respectivas informações sempre que solicitadas pelos investidores.



A SDM entende que as obrigações informacionais previstas na Minuta equilibram o objetivo de reduzir custos para os emissores com a necessidade de assegurar informações mínimas ao mercado.

Além disso, conforme já relatado no item 5.7 acima, a Minuta foi alterada para esclarecer que os emissores de títulos ou valores mobiliários que não sejam destinados à negociação em mercados regulamentados não são obrigados a prestar as informações previstas no art. 17.

SCBF manifestou-se contrariamente à atribuição de responsabilidade ao controlador pelo cumprimento das obrigações do emissor previstas no art. 17 da Minuta, tendo em vista que tais obrigações constituem funções típicas dos administradores.

Como a responsabilidade objetiva é rejeitada pela jurisprudência da CVM, a SDM entende que o controlador só será responsabilizado caso as obrigações previstas na instrução sejam desrespeitadas em virtude de suas ações ou omissões.

## **6. Alterações de linguagem**

As sugestões sobre linguagem, clareza ou estilo, quando atendidas, foram inseridas diretamente no texto sem discussão no presente relatório.

## **7. Proposta definitiva de instrução**

A proposta definitiva de instrução, que incorpora as sugestões acatadas acima mencionadas, segue em anexo ao presente relatório.

Rio de Janeiro, 5 de dezembro de 2008.

**PABLO RENTERIA**

Superintendente de Desenvolvimento de Mercado em Exercício