



**EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA Nº 01/09, DE 26 DE MARÇO DE 2009**

**Prazo: 26 de maio de 2009**

**Objeto:** Altera a Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, que dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários nos mercados primário e secundário.

**1. Introdução**

A Comissão de Valores Mobiliários – CVM coloca em audiência pública, nos termos do art. 8º, § 3º, inciso I, da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, minuta de Instrução (“Minuta”) propondo alterações à Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, que dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários nos mercados primário e secundário (“Instrução”).

Grande parte das propostas da Minuta tem relação direta com a Audiência Pública 07/08 ainda em curso, referente à minuta de Instrução que estabelece novas regras de registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados (doravante designada “Nova 202”). O objetivo principal da Minuta é adequar a regulamentação das ofertas públicas de distribuição, contida na Instrução nº 400, de 2003, às regras da Nova 202.

A Minuta também pretende harmonizar a Instrução CVM nº 400, de 2003, com a recém-editada Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009. Tal Instrução prevê a dispensa automática de registro para as ofertas públicas de determinados valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e admite a negociação desses valores nos mercados regulamentados dentro de certas condições. A CVM acredita que certos dispositivos da Instrução CVM nº 400, de 2003, em especial os arts. 2º, 4º e 5º, que tratam da distribuição e negociação de valores mobiliários ofertados com dispensa de registro, precisam ser revistos de modo a manter a coerência da regulamentação.

Além disso, com base na experiência acumulada na aplicação da Instrução CVM nº 400 desde a sua edição, em 2003, a CVM identificou outros aspectos da regulamentação das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários que podem ser aprimorados. Nesse particular, a Minuta propõe:

- i) novas regras para as ofertas públicas de micro e pequenas empresas que sejam realizadas com dispensa automática de registro (art. 5º);
- ii) aprimorar a redação da regra sobre o deferimento de registro de oferta pública antes da divulgação de informações periódicas (art. 14, § 4º);



- iii) restringir as hipóteses em que o pedido de registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários deve ser instruído com o estudo de viabilidade econômico-financeira (art. 32);
- iv) esclarecer certos aspectos relacionados ao período de silêncio que precede ofertas públicas (art. 48); e
- v) autorizar as instituições intermediárias, no âmbito da atuação como formador de mercado, a negociar, durante a oferta pública, valores mobiliários de emissão do ofertante ou do emissor (art. 48, II).

Este edital não pretende explicar exhaustivamente o conteúdo da Minuta. No entanto, há certos aspectos que merecem destaque e, por isso, serão tratados em maior detalhe. Para melhor compreensão do presente edital, ele está dividido em 13 partes, a saber: 1. Introdução; 2. O Formulário de Referência e o Prospecto; 3. Programas de distribuição; 4. Emissor com grande exposição ao mercado; 5. Registro de negociação; 6. Dispensa automática para o lote único e indivisível de valores mobiliários; 7. Dispensa automática para micro e pequenas empresas; 8. Deferimento de registro antes da divulgação de informações periódicas; 9. Estudo de viabilidade; 10. Regras de conduta e atividade de formador de mercado; 11. Período de silêncio; 12. Questões nas quais a CVM está especialmente interessada; e 13. Encaminhamento de comentários e sugestões.

## 2. O Formulário de Referência e o Prospecto

Conforme consta do Edital da Audiência Pública 07/08, a Nova 202 propõe a adoção de um modelo de registro inspirado no que a **International Organization of Securities Commissions - IOSCO** chama de **‘shelf registration system’**<sup>1</sup>. De acordo com esse modelo, todas as informações referentes ao emissor são reunidas em um único documento básico que a IOSCO chama de **‘shelf document’**. Esse documento deve ser arquivado junto ao órgão regulador e ser atualizado regularmente. Para cumprir as funções do **‘shelf document’**, a Nova 202 cria o Formulário de Referência.

Com a adoção desse sistema, ao realizar uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários, o emissor elabora somente um documento suplementar, relativamente curto, que a IOSCO chama de **‘offering note’**. O **‘offering note’** contém informações sobre o valor mobiliário ofertado e as características e condições da oferta. O conjunto desses dois documentos – **‘shelf document’** (Formulário de Referência) e **‘offering note’** – fornece ao investidor todas as informações de um prospecto convencional.

---

<sup>1</sup> *Adapting IOSCO International Disclosure Standards for Shelf Registration System*, Março de 2001.



Assim, a proposta da CVM é de que esse Formulário de Referência substitua não só o Formulário de Informações Anuais – IAN que o emissor deve entregar à CVM e manter atualizado regularmente, como também as seções do Prospecto que contêm informações sobre o emissor. Desse modo, sempre que pretenda realizar uma oferta pública de distribuição, basta ao ofertante inserir no Prospecto, além do Formulário de Referência atualizado, as informações relativas aos valores mobiliários ofertados e às características e condições da oferta.<sup>2</sup>

Para concretizar essa proposta, a Minuta altera a Instrução (arts. 40 e 46) prevendo que os prospectos, preliminar e definitivo, devem incorporar o último Formulário de Referência entregue pelo emissor, anexando-o ou remetendo à página na rede mundial de computadores na qual ele pode ser consultado.

Além disso, a Minuta revoga o § 1º do art. 40 que trata da inclusão de projeções no prospecto, uma vez que a Nova 202 já disciplina a questão.

### **3. Programas de Distribuição**

A Minuta propõe simplificações para os programas de distribuição de valores mobiliários. O Formulário de Referência contém informações relativas ao emissor suficientes para compor um prospecto e, ao mesmo tempo, constitui um documento dinâmico que deve ser regularmente atualizado pelo emissor. Como as informações geralmente atualizadas em um programa de distribuição são aquelas relativas ao Emissor, a CVM entende que a obrigação de atualização das informações pode ser abrandada. Assim, a Minuta pretende revogar o § 4º do art. 11 que obriga os programas a serem atualizados anualmente.

Além disso, a elaboração do suplemento de emissão apresentado por ocasião do registro de distribuição realizada no âmbito do programa de distribuição tende a ficar mais simples. Nos termos da Minuta, as informações relativas ao emissor que devem constar do suplemento serão substituídas pela incorporação do Formulário de Referência, o que pode contribuir para reduzir os custos incorridos na elaboração do suplemento.

---

<sup>2</sup> Sobre as vantagens que, na opinião da CVM, esse sistema de registro apresenta em relação ao atualmente adotado no Brasil, confira-se o edital da Audiência Pública 07/08.



#### **4. Emissor com grande exposição ao mercado**

A Minuta propõe o registro automático das ofertas públicas de valores mobiliários cujos emissores tenham o **status** de emissores com grande exposição ao mercado, conforme definido na Nova 202.<sup>3</sup> A intenção dessa proposta, conforme já mencionado no Edital da Audiência Pública 07/08, é beneficiar esses emissores com um procedimento de registro mais célere, permitindo um acesso mais eficiente ao mercado.

A CVM acredita que tais emissores, em virtude do elevado volume de ações em circulação no mercado, são mais conhecidos e melhor monitorados pelo público investidor. O acompanhamento realizado pelo mercado e as naturais cobranças e questionamentos advindos de tal acompanhamento agem como um mecanismo de aperfeiçoamento das informações divulgadas por estes emissores. Isso permite, conseqüentemente, que o controle exercido pelo órgão regulador seja abrandado, especialmente no que diz respeito à análise das informações sobre o emissor por ocasião dos pedidos de registro das ofertas públicas de valores.

Refletindo esse entendimento, a Minuta propõe um registro automático, semelhante àquele delineado na Instrução nº 429, de 22 de março de 2006, que se torna efetivo 5 (cinco) dias úteis após o protocolo do pedido na CVM.

Para que o emissor possa gozar do registro automático, o prospecto deve incorporar o Formulário de Referência, anexando-o ou indicando a página na rede mundial de computadores no qual ele pode ser encontrado, e não pode conter informações que alterem ou completem o conteúdo do último formulário de referência entregue pelo emissor em relação às matérias nele tratadas. Essas condições são importantes porque viabilizam a análise célere da oferta pela CVM que já terá revisto, em suas rotinas, grande parte do conteúdo dos documentos da oferta. Os 5 dias úteis que a CVM tem para a análise do pedido de registro serão utilizados para verificação de que informações relativas aos valores mobiliários emitidos e à oferta estão em níveis satisfatórios, bem como para verificação de que o emissor corretamente se enquadrou no **status** de emissor com grande exposição ao mercado.

---

<sup>3</sup> De acordo com a Nova 202, as emissoras com grande exposição ao mercado são aquelas que: (i) tenham ações negociadas em bolsa há, pelo menos, 3 (três) anos, (ii) tenham cumprido tempestivamente com suas obrigações periódicas nos últimos 3 (três) anos ou tenham atendido adequada e tempestivamente às solicitações recebidas da CVM, e (iii) cujo valor de mercado das



## **5. Registro de negociação**

A Minuta propõe alterar a redação dos §§ 1º e 2º do art. 2º da Instrução CVM nº 400, de 2003, que dispõem sobre a admissão à negociação de valores mobiliários em mercados regulamentados. Tais dispositivos passarão a se referir unicamente a cotas de fundos de investimento fechados, uma vez que a Nova 202 disciplina a admissão à negociação de valores mobiliários emitidos por emissores que não sejam fundos de investimento.

Ademais, por conta da exigência de apresentação do formulário de referência pelos emissores e da sensível melhoria no conteúdo desse documento, se comparado ao do formulário IAN que é atualmente exigido, a CVM entendeu que é desnecessária a apresentação de prospecto nos casos previstos no § 2º do art. 2º.

A Minuta propõe que cotas de fundos de investimento fechados cuja oferta tenha sido objeto de dispensa do registro possam ser negociadas publicamente, desde que dentro dos limites e restrições estabelecidos na Instrução CVM nº 476, de 2009, que trata das ofertas públicas distribuídas com esforços restritos. O objetivo dessa proposta é uniformizar as regras da Instrução CVM nº 400, de 2003, e da Instrução CVM nº 476, de 2009, que versam sobre a negociação de cotas de fundos fechados que, tanto em um normativo como em outro, são distribuídas publicamente com dispensa de registro.

## **6. Dispensa automática para lote único e indivisível**

Ainda no intuito de harmonizar as regras da Instrução CVM nº 400, de 2003, com as regras da Instrução CVM nº 476, de 2009, a Minuta estabelece limites para a utilização da faculdade de dispensa automática de registro de lote único e indivisível de valores mobiliários, prevista no inciso II do art. 5º da Instrução CVM nº 400, de 2003. Tais limites são semelhantes àqueles previstos na Instrução CVM nº 476, de 2009, para a realização de oferta pública distribuída com esforços restritos.

Assim, a Minuta propõe que essa faculdade só possa ser reutilizada, pelo mesmo ofertante, em relação a uma mesma espécie de valores mobiliários de um mesmo emissor, dentro do prazo de 4 (quatro) meses contados da data do encerramento da oferta, exceção feita às ofertas de certificados de recebíveis imobiliários ou do agronegócio de uma mesma companhia securitizadora lastreados em créditos segregados em diferentes patrimônios por meio de regime fiduciário.

---

ações em circulação seja igual ou superior a R\$ 5.000.000.000,00 (cinco bilhões de reais), de acordo a cotação de fechamento no último dia útil do trimestre anterior à data do pedido de registro da oferta pública de distribuição de valores mobiliários.



## **7. Dispensa automática para micro e pequenas empresas**

A CVM considera importante assegurar a micro e pequenas empresas um tratamento diferenciado se comparados aos demais emissores de valores mobiliários, em consonância com o comando constitucional.<sup>4</sup> No entanto, a regulamentação atual é mais permissiva que o desejável, pois admite que os valores mobiliários desses emissores sejam distribuídos publicamente, sem prévio registro da oferta na CVM, em qualquer volume.

Por essa razão, a Minuta propõe novas regras que procuram conciliar o tratamento benéfico a ser conferido a tais emissores com a necessidade de se proteger a poupança pública. Nesse sentido, estabelece que a faculdade de dispensa automática do registro só poderá ser utilizada por um mesmo emissor até o volume máximo de R\$ 2.400.000,00 em cada período de 12 meses. Esse limite foi extraído da atual definição de empresa de pequeno porte<sup>5</sup>.

Além disso, a Minuta prevê que o emissor deve, previamente ao início da oferta, comunicar à CVM que pretende utilizar a faculdade de dispensa automática de registro, encaminhando, por meio da página da CVM na rede mundial de computadores, uma comunicação, cujo conteúdo é estabelecido no Anexo IX à Instrução.

## **8. Deferimento de registro antes da divulgação de informações periódicas**

A atual redação do § 4º do art. 14 da Instrução nº 400, de 2003, gera algumas dúvidas de interpretação. Tal dispositivo determina que a CVM não defira o registro de oferta pública de distribuição no período que se inicia no décimo sexto dia que antecede qualquer divulgação de

---

<sup>4</sup> Nos termos do art. 179 da Constituição da República: “A União, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios dispensarão às microempresas e às empresas de pequeno porte, assim definidas em lei, tratamento jurídico diferenciado, visando a incentivá-las pela simplificação de suas obrigações administrativas, tributárias, previdenciárias e creditícias, ou pela eliminação ou redução destas por meio de lei”.

<sup>5</sup> Vide Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006, art. 3º: “Para os efeitos desta Lei Complementar, consideram-se microempresas ou empresas de pequeno porte a sociedade empresária, a sociedade simples e o empresário a que se refere o art. 966 da Lei no 10.406, de 10 de janeiro de 2002, devidamente registrados no Registro de Empresas Mercantis ou no Registro Civil de Pessoas Jurídicas, conforme o caso, desde que: I - no caso das microempresas, o empresário, a pessoa jurídica, ou a ela equiparada, aufera, em cada ano-calendário, receita bruta igual ou inferior a R\$ 240.000,00 (duzentos e quarenta mil reais); II - no caso das empresas de pequeno porte, o empresário, a pessoa jurídica, ou a ela equiparada, aufera, em cada ano-calendário, receita bruta superior a R\$ 240.000,00 (duzentos e quarenta mil reais) e igual ou inferior a R\$ 2.400.000,00 (dois milhões e quatrocentos mil reais).”



informações periódicas e se encerra na data de sua efetiva divulgação, salvo se estas informações já constarem dos documentos da oferta.

As dúvidas têm ocorrido porque uma interpretação literal do comando, em especial de sua parte final, pode dar a entender que basta que as informações periódicas estejam no prospecto (documentos da oferta), sem que estejam disponíveis no site da CVM. Na prática, este dispositivo já é interpretado de outra forma pela CVM e pelo mercado. Ou seja, no momento do registro, as informações periódicas estão disponíveis tanto nos documentos da oferta quanto no sistema da CVM na rede mundial de computadores.

Para que não haja mais dúvidas de interpretação a Minuta propõe a exclusão do trecho final do dispositivo (salvo se estas informações já constarem dos documentos da oferta).

## **9. Estudo de viabilidade**

O art. 32 da Instrução nº 400, de 2003, estabelece que os pedidos de registro das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários devam ser instruídos com o estudo de viabilidade econômico-financeira do emissor sempre que:

- i) a oferta tenha por objeto a constituição de companhia;
- ii) o emissor exerça a sua atividade há menos de dois anos e esteja realizando a primeira distribuição pública de valores mobiliários;
- iii) a fixação de preço da oferta baseie-se, de modo preponderante, nas perspectivas de rentabilidade futura do emissor;
- iv) houver emissão de valores mobiliários em montante superior ao patrimônio líquido do emissor, considerando o balanço referente ao último exercício social, e os recursos captados visarem à expansão ou diversificação das atividades ou investimento em controladas ou coligadas; ou
- v) o emissor tenha apresentado patrimônio líquido negativo, ou tenha sido objeto de concordata ou falência nos 3 (três) exercícios sociais que antecedem a oferta.





A experiência da CVM na supervisão das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários tem evidenciado que as atuais hipóteses em que o estudo é exigido são excessivamente amplas. Há, ao menos, duas razões concretas para tal conclusão.

Em alguns casos, a obrigatoriedade de divulgação do estudo de viabilidade econômica traz como inconveniente um ônus excessivo para o ofertante. Esse inconveniente pode ser ainda mais danoso em ofertas realizadas simultaneamente em diversas jurisdições, nas quais o ofertante normalmente é obrigado a divulgar o estudo aos investidores fora do Brasil. As ofertas com esforços de colocação em diversas jurisdições constituem, aliás, a grande maioria das ofertas registradas na CVM. O estudo, nesses casos, coloca o ofertante involuntariamente sob regras estrangeiras bastante estritas de responsabilidade em relação à divulgação de projeções e estimativas, o que pode expô-lo a um risco de responsabilização consideravelmente alto. Assim, é desejável limitar o número de ofertantes sujeitos a tal exposição.

Outra indicação significativa de que as hipóteses previstas no art. 32 são demasiadamente amplas é o número expressivo de pedidos de dispensa do referido estudo que foram concedidos pelo Colegiado desde 2003. Há uma hipótese, em particular, que se repetiu tantas vezes que o Colegiado editou a Deliberação nº 533, de 2008, delegando competência à Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE para dispensar a obrigatoriedade de elaboração do estudo. Cuida-se do registro de primeira distribuição de valores mobiliários realizada por emissor que exercia a sua atividade há menos de dois anos, em virtude de reorganização societária do respectivo grupo econômico. Embora, a princípio, o estudo seja obrigatório nesse caso por força do disposto no inciso II do art. 32, o Colegiado consolidou o entendimento de que o emissor pode ser dispensado de apresentar o estudo, desde que sociedades por ele controladas estejam em operação por período superior a dois anos.<sup>6</sup>

Em vista do exposto acima, a Minuta sugere alterar o disposto no art. 32 da Instrução CVM nº 400, de 2003, que, nos termos da redação, passaria a exigir o estudo de viabilidade econômico-financeira somente (i) quando a oferta tenha por objeto a constituição de companhia ou (ii) quando o emissor esteja em fase pré-operacional.

---

<sup>6</sup> Nos termos da Deliberação nº 533, de 2008, a SRE pode dispensar o estudo desde que preenchidos os seguintes requisitos: (i) refira-se a sociedade constituída há menos de dois anos desde que essa sociedade concentre ou controle atividades desenvolvidas por outras sociedades existentes e em operação por período superior a dois anos; (ii) não seja o caso de se exigir o estudo de viabilidade econômico-financeira por força de outra hipótese prevista no art. 32 da Instrução CVM nº 400, de 2003; e (iii) que a companhia emissora e o ofertante, em conjunto com a instituição líder, insiram no prospecto, quando do pedido de registro, todas as informações a respeito de custos e despesas adicionais decorrentes da nova estrutura societária e administrativa assumida pela companhia, tecendo comentários acerca de tendências do comportamento futuro das principais rubricas de balanço patrimonial e demonstração do resultado, e, ainda, informando da inexistência de impactos financeiros capazes de ameaçar a viabilidade econômico-financeira da companhia emissora de valores mobiliários.





Na primeira hipótese, o estudo é uma exigência imposta pela Lei nº 6.404, de 1976.<sup>7</sup> Na segunda hipótese, a exigência do estudo se justifica em razão de a companhia não possuir nenhum histórico de atividade. Ou seja, o investidor não dispõe de dados históricos significativos sobre as atividades, a organização e a situação financeira do emissor, para fundamentar a sua decisão de investimento. Por isso, o estudo de viabilidade constitui, nesse caso, uma fonte imprescindível de informação para que o investidor possa avaliar os valores mobiliários ofertados e, dessa forma, tomar uma decisão de investimento esclarecida.

## **10. Regras de conduta e atividade de formador de mercado**

Nos termos do art. 48, inciso II, da Instrução nº 400, de 2003, o emissor, o ofertante e as instituições intermediárias envolvidas em oferta pública de distribuição devem se abster de negociar, até a publicação do Anúncio de Encerramento de Distribuição, valores mobiliários de emissão do ofertante ou do emissor. O dispositivo prevê quatro situações nas quais admite, excepcionalmente, a negociação:

- i) execução de plano de estabilização devidamente aprovado pela CVM;
- ii) alienação total ou parcial de lote de valores mobiliários objeto de garantia firme;
- iii) negociação por conta e ordem de terceiros;
- iv) operações claramente destinadas a acompanhar índice de ações, certificado ou recibo de valores mobiliários;

A esse respeito, a Minuta propõe a introdução de uma nova exceção referente à negociação no âmbito da atuação como formador de mercado. O objetivo é consolidar na Instrução entendimento que já se firmou nos precedentes do Colegiado da CVM, de que as instituições intermediárias envolvidas em oferta pública de distribuição podem desenvolver normalmente suas atividades de formadores de mercado no decorrer de oferta pública de valores mobiliários.<sup>8</sup>

---

<sup>7</sup> “Art. 82. A constituição de companhia por subscrição pública depende do prévio registro da emissão na Comissão de Valores Mobiliários, e a subscrição somente poderá ser efetuada com a intermediação de instituição financeira. § 1º O pedido de registro de emissão obedecerá às normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários e será instruído com: a) o estudo de viabilidade econômica e financeira do empreendimento; (...)”.

<sup>8</sup> Conferir Processo RJ-2004/5768, julgado em 22 de outubro de 2004. Segundo a decisão manifestada nessa oportunidade pelo Colegiado, a licitude da atuação do formador de mercado nos períodos de oferta pública, mesmo que a instituição intermediária encarregada de dar liquidez aos papéis participe do consórcio da distribuição, se justifica no fato de “a atividade do formador de mercado objetivar apenas assegurar a liquidez aos papéis e estar devidamente regulamentada pela CVM e Bolsa, com dispositivos que procuram inibir práticas de ‘insider trading’ e de criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários objeto da atividade”.



## 11. Período de silêncio

De acordo com o art. 48, inciso IV, da Instrução CVM nº 400, o emissor, o ofertante, as instituições intermediárias participantes do consórcio da distribuição, bem como as pessoas que com estes estejam trabalhando ou assessorando na realização da oferta pública, devem se abster de se manifestar na mídia sobre a oferta ou o ofertante durante o período da oferta até a publicação do Anúncio de Encerramento da Distribuição.

Esta regra se tornou conhecida no mercado como o “período de silêncio” das ofertas públicas. Algumas dúvidas foram suscitadas a respeito de sua interpretação, especialmente porque a atual redação não esclarece explicitamente que as obrigações relacionadas a informações periódicas e eventuais dos emissores não devem ser paralisadas por conta do comando do art. 48. O Colegiado da CVM foi chamado, por diversas vezes, a decidir sobre o alcance de sua aplicação e seu entendimento consolidado é o de que o emissor deve cumprir suas obrigações periódicas e eventuais normalmente.

Para consolidar esse entendimento, bem como para atender a um pleito antigo de diversas entidades do mercado de definir com mais clareza o início do chamado período de silêncio, a Minuta propõe alterar a redação do art. 48.

Em primeiro lugar, a Minuta altera a redação do **caput** do art. 48 para explicitar que as suas disposições não impedem a divulgação pelo emissor de qualquer informação periódica ou eventual que seja exigida pela CVM. Em segundo lugar, a Minuta altera a redação do inciso IV do art. 48 para estabelecer um marco temporal inequívoco para o início do chamado período de silêncio. Nesse tocante, a Minuta propõe que o dever de se abster de se manifestar na mídia tenha início no 60º dia que antecede o protocolo do pedido de registro da oferta pública, em substituição ao que hoje é previsto na norma, ou seja, ao momento em que a oferta foi projetada.

A razão do dever de se abster de se manifestar decorre da necessidade de deixar que os investidores decidam sobre aceitar ou não uma oferta primordialmente a partir das informações fornecidas no prospecto de venda, sem sofrer influência de comentários ou informações que abordem apenas parcialmente as características das ofertas. Geralmente, aliás, tenderiam a ser abordados apenas os aspectos positivos. A Instrução CVM nº 400, de 2003, estabelece, em seu art. 19, que a CVM poderá interromper, por até 30 (trinta) dias, a análise de um pedido de registro de oferta que esteja se processando em condições diversas das constantes da norma, incluindo, assim, a hipótese de descumprimento da vedação à manifestação. Partindo dessa referência, e considerando que o efeito sobre o mercado de qualquer interrupção determinada pela CVM é suficientemente forte justamente pelo fato de tratar-se de interrupção de análise de oferta em curso e, portanto, já divulgada, a Minuta considerou



que um prazo “de silêncio” duas vezes maior – 60 (sessenta) dias – em relação a ofertas ainda não divulgadas seria adequado e tenderia a descondicionar o mercado de forma razoavelmente semelhante.

## **12. Questões nas quais a CVM está especialmente interessada**

A CVM analisará os comentários e sugestões recebidos sobre todo o texto da Minuta. No entanto, há certas questões nas quais ela está especialmente interessada em colher as impressões do mercado:

### **12.1 Ofertas públicas de micro e pequenas empresas**

A Minuta introduz novas regras para a dispensa automática de registro das ofertas públicas de valores mobiliários de emissão de micro e pequenas empresas. Estabelece, de um lado, que a faculdade de dispensa automática do registro só pode ser utilizada por um mesmo emissor até o volume máximo de R\$ 2.400.000,00 em cada período de 12 meses. De outro lado, obriga o emissor micro e pequena empresa a comunicar previamente à CVM a intenção de utilizar a faculdade de dispensa automática de registro.

A CVM gostaria de ouvir a opinião do mercado a respeito dessas novas regras. Em particular, a CVM deseja saber se as regras propostas são adequadas e sopesam de maneira equilibrada a necessidade de proteção à poupança popular e o comando constitucional de se tratar micro e pequenas empresas de maneira privilegiada ou se, por serem esses emissores menos familiarizados com o mercado de valores mobiliários e terem acesso mais restrito ao assessoramento financeiro adequado, a CVM deveria submeter as ofertas públicas de valores mobiliários de emissão de micro e pequenas empresas a um maior controle regulatório.

### **12.2 Programa de Distribuição**

A Minuta procura adaptar a regulamentação dos Programas de Distribuição de Valores Mobiliários ao sistema de registro decorrente da Nova 202. Nesse sentido, a Minuta pretende suprimir a obrigação de atualização das informações apresentadas no âmbito do Programa de Distribuição bem como simplificar a elaboração do Suplemento ao Prospecto, prevendo que este passará a incorporar o Formulário de Referência atualizado. No entender da CVM, essas alterações são benéficas e contribuem para aprimorar a eficiência dos Programas de Distribuição. A CVM gostaria de saber se há ainda outros aspectos da regulamentação dos Programas de Distribuição que poderiam ser aperfeiçoados.



### **12.3 Incorporação obrigatória do Formulário de Referência no Prospecto**

Nos termos da Minuta, a incorporação do Formulário de Referência no Prospecto passa a ser obrigatória em qualquer oferta pública de valores mobiliários de emissores sujeitos ao envio periódico de referido formulário.

A CVM considera importante tornar a incorporação obrigatória, pois isso tende a eliminar a incongruência, comum nos dias atuais, entre os dados fornecidos por meio do IAN e os dados contidos nos prospectos distribuídos aos investidores. Eliminar essa incongruência traz benefícios, em primeiro lugar, para os investidores, que poderão consultar o Formulário de Referência como uma fonte permanente e confiável de informações atuais sobre o emissor. Além disso, contribui para a maior agilidade nos processos de registro de ofertas de distribuição de valores mobiliários, uma vez que as áreas técnicas da CVM deixarão de fazer exigências ao ofertante para compatibilizar o conteúdo do IAN e do prospecto. Essas exigências são frequentes e tornam os processos de registro mais demorados.

No entanto, a CVM gostaria de saber se há razões que devem ser levadas em consideração para se tornar facultativa a incorporação do Formulário de Referência no prospecto. Deseja saber se seria mais conveniente permitir ao ofertante optar entre incorporar o Formulário de Referência ou elaborar o Prospecto nos moldes atuais, seguindo o modelo previsto no Anexo III da Instrução CVM nº 400, de 2003.

### **12.4 Abrangência das normas de conduta**

A Minuta acrescenta à Instrução CVM nº 400, de 2003, o art. 49-A nos termos do qual as normas de conduta estabelecidas nos arts. 48 e 49 se aplicam igualmente às controladas, controladoras, sociedades sob o mesmo controle e demais sociedades que sejam parte do conglomerado financeiro das instituições intermediárias que integram o consórcio de distribuição. Tendo em vista que as instituições intermediárias integram quase sempre conglomerados financeiros, tais regras devem ser aplicáveis às demais sociedades que formam esses conglomerados, sob pena de se esvaziar por completo a efetividade dessas normas.

A CVM entende que esta alteração consolida o entendimento que já vem sendo aplicado pelas áreas técnicas na fiscalização dos arts. 48 e 49 da Instrução CVM nº 400, de 2003, e pelo Colegiado em suas decisões. No entanto, a CVM gostaria de ouvir a opinião do mercado sobre essa proposta. Em particular, deseja saber se o dispositivo sugerido foi redigido em termos adequados para cumprir com os propósitos da CVM e se há alguma situação que mereça ser excepcionada da regra geral de que as normas de conduta se aplicam para todo o conglomerado financeiro.



**13. Encaminhamento de comentários e sugestões**

A Minuta está disponível para os interessados na página da CVM na rede mundial de computadores ([www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)) e nos seguintes endereços:

Centro de Informações da Comissão de Valores Mobiliários  
Rua Sete de Setembro, 111, 5º andar  
Rio de Janeiro - RJ

Superintendência Regional de São Paulo - Gerência de Administração  
Rua Cincinato Braga, 340, 2º andar  
São Paulo - SP

Superintendência Regional de Brasília  
Qd. 2, Bloco A, 4º andar - Sala 404, Edifício Corporate Financial Center  
Brasília - DF

As sugestões e comentários devem ser encaminhados, por escrito, até o dia **26 de maio de 2009**, à Superintendência de Desenvolvimento de Mercado, preferencialmente pelo endereço eletrônico **audpublica0109@cvm.gov.br** ou para a Rua Sete de Setembro, 111, 23º andar, Rio de Janeiro - RJ, CEP 20159-900.

As sugestões e comentários recebidos pela CVM serão considerados públicos, a não ser que o participante expressamente solicite que a CVM os trate como reservados.

**MARIA HELENA DOS SANTOS FERNANDES DE SANTANA**

Presidente



**INSTRUÇÃO CVM Nº [\_\_\_], DE [\_\_\_\_\_].**

Altera e acrescenta artigos à Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003 e à Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009.

A **PRESIDENTE DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM** torna público que o colegiado, em reunião realizada em [\_\_\_\_\_], com fundamento no disposto nos arts. 4º, inciso VI, 8º, inciso I, 19, § 5º, e 21 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, aprovou a seguinte Instrução:

Art. 1º Os arts. 2º, 4º, 5º, 6º, 11, 12, 13, 14, 27, 32, 40, 46, 48 e 59 da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, passam a vigorar com a seguinte redação:

“Art. 2º .....

§1º Cotas de fundos de investimento fechados somente podem ser negociadas em mercados regulamentados:

I – quando distribuídas publicamente através de oferta registrada na CVM;

II – quando cotas do mesmo tipo, classe, espécie e série já estejam admitidas à negociação em mercados regulamentados; ou

III – dentro dos limites e restrições estabelecidos nas normas que tratam de ofertas públicas com esforços restritos, caso a respectiva oferta tenha sido objeto de dispensa de registro nos termos dos art. 4º e 5º ou nos termos da norma que trata de ofertas públicas com esforços restritos.

§ 2º Podem, ainda, ser negociadas em mercados regulamentados, as cotas emitidas pelos fundos fechados que não se enquadrem nas hipóteses dos incisos I a III do § 1º, desde que sejam previamente submetidas a registro de negociação, mediante apresentação de prospecto.”  
(NR)

“Art. 4º .....

.....



# CVM *Comissão de Valores Mobiliários*

§ 4º .....

.....

c) têm conhecimento de que se trata de hipótese de dispensa de registro ou de requisitos, conforme o caso;

.....” (NR)

“Art. 5º .....

.....

II – de lote único e indivisível de valores mobiliários; e

III - de valores mobiliários de emissão de empresas de pequeno porte e de microempresas, assim definidas em lei.

§ 1º A faculdade de dispensa de registro de que trata o inciso II não poderá ser novamente utilizada pelo mesmo ofertante em relação a uma mesma espécie de valores mobiliários de uma mesma emissora dentro do prazo de 4 (quatro) meses contados da data do encerramento da oferta.

§ 2º A restrição prevista no § 1º não se aplica às ofertas de certificados de recebíveis imobiliários ou certificados de recebíveis do agronegócio de uma mesma companhia securitizadora lastreados em créditos segregados em diferentes patrimônios por meio de regime fiduciário.

§ 3º A utilização da dispensa de registro de que trata o inciso III para ofertas de valores mobiliários de uma mesma emissora está limitada ao volume máximo de R\$ 2.400.000,00 (dois milhões e quatrocentos mil reais) em cada período de 12 (doze) meses.

§ 4º A emissora deve, previamente ao início da oferta, comunicar à CVM que pretende utilizar a faculdade de dispensa de registro de que trata o inciso III na forma do Anexo IX à presente Instrução.





§ 5º A comunicação de que trata o § 4º deve ser encaminhada por meio da página da CVM na rede mundial de computadores.” (NR)

“Art. 6º A CVM poderá, ainda, deferir o registro de oferta pública de distribuição secundária de ações admitidas à negociação em mercados organizados, caso o registro de companhia aberta da emissora das ações esteja atualizado, mediante análise simplificada dos documentos e das informações submetidas, desde que, cumulativamente, o pedido de registro de distribuição:

.....

II - .....

c) declaração firmada pela entidade administradora do mercado organizado de aprovação dos termos do edital e de autorização para a realização da oferta.

§1º Admite-se a utilização do procedimento previsto no presente artigo para a distribuição primária de ações, quando se tratar de colocação de sobras, em volume superior a 5% da emissão e inferior a 1/3 das ações em circulação no mercado, considerando as novas ações ofertadas para o cálculo das ações em circulação, desde que os valores mobiliários já estejam admitidos à negociação em mercado organizado;

.....” (NR)

“Art. 11. ....

.....

§ 2º Será permitido a novas Instituições Intermediárias que não tenham participado da elaboração dos documentos apresentados quando do arquivamento do Programa de Distribuição liderar ofertas amparadas por esse programa, ficando responsáveis por:

I - elaborar o Suplemento;

II – atualizar, revisar e corrigir as informações prestadas desde o arquivamento do Programa de Distribuição;



# CVM *Comissão de Valores Mobiliários*

III - complementar as informações prestadas, caso necessário; e

IV – verificar a consistência e assegurar a suficiência do conjunto de informações prestadas no âmbito do Programa de Distribuição.

.....

§ 8º .....

.....

II - por decisão da CVM, se realizada oferta a ele vinculada em condições diversas das constantes do registro, sem prejuízo das disposições do art. 59;

.....” (NR)

“Art. 12. ....

.....

III - Prospecto elaborado nos termos do art. 40, contendo uma seção específica para cada tipo, classe e espécie de valor mobiliário a ser distribuído;

.....” (NR)

“Art. 13. ....

.....

§ 1º O Suplemento deve:

I - incorporar o último formulário de referência entregue pela emissora à CVM, anexando-o ou remetendo à página na rede mundial de computadores na qual ele pode ser consultado; e

II - ser acompanhado:



## CVM *Comissão de Valores Mobiliários*

- a) das versões definitivas dos documentos apresentados sob a forma de minuta nos termos do art. 12, devendo as minutas e as versões definitivas ser substancialmente idênticas;
- b) da cópia do contrato de distribuição firmado;
- c) dos demais documentos exigidos no Anexo II, desde que não apresentados na forma do art. 12, inciso V; e
- d) dos documentos específicos para o tipo, classe e espécie de valor mobiliário a ser distribuído.

..... ” (NR)

“Art. 14. ....

.....

§4º A CVM não deferirá o registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários no período que se inicia no décimo sexto dia que antecede qualquer divulgação de informações periódicas da emissora e se encerra na data de sua efetiva divulgação.” (NR)

“Art. 27. A modificação deverá ser divulgada imediatamente através de meios ao menos iguais aos utilizados para a divulgação da oferta e as entidades integrantes do consórcio de distribuição deverão se acautelar e se certificar, no momento do recebimento das aceitações da oferta, de que o manifestante está ciente de que a oferta original foi alterada e de que tem conhecimento das novas condições.

.....”(NR)

“Art. 32. O pedido de registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários deve ser instruído com estudo de viabilidade econômico-financeira da emissora quando:

I - a oferta tenha por objeto a constituição da emissora; ou

II – a emissora esteja em fase pré-operacional.” (NR)



“Art. 40. ....

§ 1º Nas ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários decorrentes de operações de securitização, além das informações e documentos indicados no Anexo III, o prospecto conterà as informações e documentos indicados no Anexo III-A.

§ 2º O Prospecto deve incorporar o último formulário de referência entregue pela emissora, anexando-o ou remetendo à página na rede mundial de computadores na qual ele pode ser consultado, exceto nos casos de oferta de cotas de fundos de investimento.

§ 3º O Prospecto que atenda ao § 2º está automaticamente dispensado de incluir os documentos e informações constantes dos itens 4-A a 7 do Anexo III.

§ 4º Se houver terceiros prestadores de garantia ou destinatários dos recursos em uma oferta cujo Prospecto tenha utilizado a dispensa de que trata o § 3º, de tal Prospecto devem constar as informações indicadas no item 6 do Anexo III em relação ao terceiro prestador de garantia ou destinatário dos recursos, para fins de análise de risco.” (NR)

“Art. 46. ....

.....

§ 4º Aplica-se ao Prospecto Preliminar o disposto nos §§ 2º e 3º do art. 40 desta Instrução.” (NR)

“Art. 48. A emissora, o ofertante, as Instituições Intermediárias, estas últimas desde a contratação, envolvidas em oferta pública de distribuição, decidida ou projetada, e as pessoas que com estes estejam trabalhando ou os assessorando de qualquer forma, deverão, sem prejuízo da divulgação pela emissora das informações periódicas e eventuais exigidas pela CVM:

.....

II - .....

.....



## CVM *Comissão de Valores Mobiliários*

- c) negociação por conta e ordem de terceiros;
- d) operações claramente destinadas a acompanhar índice de ações, certificado ou recibo de valores mobiliários; ou
- e) negociação de valores mobiliários realizada no âmbito da atuação como formador de mercado, nos termos da regulamentação da CVM em vigor.

.....

IV - abster-se de se manifestar na mídia sobre a oferta ou o ofertante nos 60 (sessentas) dias que antecedem o protocolo do pedido de registro da oferta e até a publicação do Anúncio de Encerramento da Distribuição; e

.....” (NR)

“Art. 59. ....

.....

V - com prestação de informações falsas ou tendenciosas no Prospecto ou no âmbito das ofertas de que trata a presente Instrução;

VI - que se deixar de destacar, em versão específica, as alterações efetuadas nas versões definitivas em relação às minutas ou outra documentação apresentada;

VII – a distribuição ocorra em desacordo com o plano de distribuição apresentado à CVM; e

VIII - em que não se observe as normas de conduta (arts. 48 e 49).” (NR)

Art. 2º O item 4 e a Nota do Anexo III da Instrução CVM nº 400, de 2003, passam a vigorar com a seguinte redação:



“4. FATORES DE RISCO DA OFERTA

4.1 Expor, em ordem de relevância, os fatores relacionados com a oferta e com o valor mobiliário que possam, de alguma forma, fundamentar decisão de investimento de potencial investidor, devendo ser considerado no horizonte de análise de risco o prazo do investimento e do valor mobiliário distribuído e a cultura financeira dos investidores destinatários da oferta.” (NR)

“NOTA: A apresentação da íntegra das demonstrações financeiras e dos documentos de informações periódicas do ITR (itens 5.2.1 e 5.2.2) poderá ser dispensada, desde que todas as informações constantes das demonstrações financeiras e do ITR sejam incluídas nas respectivas seções do prospecto ou, quando não houver tais seções, no item 7.” (NR)

Art. 3º O item 6 do Anexo III-A da Instrução CVM nº 400, de 2003, passa a vigorar com a seguinte redação:

“6. ....  
.....

6.3 Cópia do Termo de Securitização de Créditos Imobiliários, quando se tratar de ofertas públicas de distribuição de Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI.

6.4 Cópia do Termo de Securitização de Créditos do Agronegócio, quando se tratar de ofertas públicas de distribuição de Certificados de Recebíveis do Agronegócio – CRA.” (NR)

Art. 4º O título do Anexo III-B passa a vigorar com a seguinte redação:

“INFORMAÇÕES ADICIONAIS DO PROSPECTO RELATIVAS A OFERTAS DE COTAS DE EMISSÃO DE FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO” (NR)

Art. 5º O item IV do Anexo IV da Instrução CVM nº 400, de 2003, passa a vigorar com a seguinte redação:



“IV - .....

.....

f) descrição do público investidor alvo da oferta e;

g) regime de colocação dos valores mobiliários.” (NR)

Art. 6º O item VIII do Anexo V da Instrução CVM nº 400, de 2003, passa a vigorar com a seguinte redação:

“VIII - Dados finais de colocação, constantes do último Resumo Mensal de Colocação (Anexo VII).” (NR)

Art. 7º O item 1 do Anexo VI da Instrução CVM nº 400, de 2003, passa a vigorar com a seguinte redação:

“1. Qualificação da empresa emissora, da instituição líder e das demais Instituições Intermediárias envolvidas na distribuição, se for o caso;” (NR)

Art. 8º A Instrução nº 400, de 2003, passa a vigorar acrescida dos arts. 6º-A, 6º-B, 49-A, 60-A, 60-B e 60-C:

#### “EMISSORAS COM GRANDE EXPOSIÇÃO AO MERCADO

Art. 6º-A O registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários emitidos por emissora com grande exposição ao mercado, conforme definido em regra específica, será concedido automaticamente.

§ 1º O pedido de registro automático deve ser apresentado à CVM pelo ofertante, em conjunto com a instituição líder da distribuição, sendo instruído com os seguintes documentos:

I - requerimento específico para a utilização do procedimento de registro automático;

II - declaração fundamentada de que a emissora se enquadra na definição de emissora com grande exposição ao mercado;





III - os documentos previstos no Anexo II; e

IV - prospecto elaborado nos moldes do Anexo III, com exceção dos itens 4 –A a 7, os quais devem ser necessariamente substituídos pela incorporação do formulário de referência devidamente atualizado, anexando-o ou remetendo à página na rede mundial de computadores na qual ele pode ser consultado.

§ 2º Para que a emissora possa gozar do registro automático de que trata este artigo, o prospecto não pode conter informações que alterem ou completem o conteúdo do último formulário de referência entregue pela emissora em relação às matérias nele tratadas.

§ 3º É vedada a apresentação, no procedimento de registro automático, de pedido de dispensa de requisitos previstos nesta Instrução.”

“Art. 6º-B O registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários de que trata o art. 6º - A produzirá efeitos decorridos 5 (cinco) dias úteis do protocolo do pedido na CVM.

§ 1º O pedido deve vir acompanhado da comprovação da:

I – publicação do Anúncio de Início de Distribuição; e

II – disponibilidade do prospecto definitivo para os investidores nos termos do art. 42, § 3º.

§ 2º É vedada a realização de qualquer esforço de colocação ou venda, ou a aquisição ou subscrição de valores mobiliários, antes de decorrido o prazo previsto no **caput**.

§ 3º A CVM pode, a qualquer tempo, exigir a adequação das informações prestadas às disposições legais e regulamentares pertinentes, bem como suspender ou cancelar a oferta de distribuição, nos termos do art. 19.”

“Art. 49-A. As normas de conduta estabelecidas nos arts. 48 e 49 aplicam-se às Instituições Intermediárias, suas controladas, controladoras, sociedades sob o mesmo controle e demais sociedades que sejam parte do conglomerado financeiro.”



“Art. 60-A. Os administradores do intermediário líder da oferta, dentro de suas competências legais e estatutárias, têm o dever de zelar pelo cumprimento das obrigações impostas ao líder da distribuição por esta Instrução.”

“Art. 60-B. Os administradores do ofertante, dentro de suas competências legais e estatutárias, também são responsáveis pelo cumprimento das obrigações impostas ao ofertante por esta Instrução.”

“Art. 60 – C. O diretor de relações com investidores é responsável pelo cumprimento das obrigações impostas à emissora por esta Instrução.

Parágrafo único. A responsabilidade atribuída ao diretor de relações com investidores não afasta eventual responsabilidade da emissora, do controlador e de outros administradores da emissora, dentro de suas competências legais e estatutárias, pela violação das normas impostas por esta Instrução.”

Art. 9º O Anexo III da Instrução CVM nº 400, de 2003, passa a vigorar acrescido do item 4-A:

“4-A. FATORES DE RISCO GERAIS

4.1-A Expor, em ordem de relevância, os fatores relacionados com a emissora, com o setor da economia em que atua ou que passará a atuar, com seus acionistas e com o ambiente macroeconômico que possam, de alguma forma, influenciar a decisão de investimento de potencial investidor.”

Art. 10. A Instrução nº 400, de 2003, passa a vigorar acrescida do Anexo IX, conforme anexo à presente Instrução.

Art. 11. O art. 15 da Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2006, passa a vigorar com a seguinte redação:

“Art. 15. ....

§ 1º A restrição à negociação prevista no **caput** deixará de ser aplicável caso o emissor tenha ou venha a obter o registro de que trata o art. 21 da Lei nº 6.385, de 1976.



## **CVM** *Comissão de Valores Mobiliários*

§ 2º No caso de fundos de investimento fechados, a restrição à negociação prevista no **caput** deixará de ser aplicável caso o fundo apresente prospecto, nos termos da regulamentação aplicável. (NR)”

Art. 12. Revogam-se o inciso III do § 4º do art. 4º; o § 4º do art. 11, a alínea “b” do inciso III do § 8º do art. 11, o § 1º do art. 39 e o § 6º do art. 56 da Instrução CVM nº 400, 29 de dezembro de 2003.

Art. 13. Esta Instrução entra em vigor em 1º de janeiro de 2010.

**MARIA HELENA DOS SANTOS FERNANDES DE SANTANA**

Presidente



**Anexo IX acrescentado à Instrução CVM nº 400, de 2003**

ANEXO IX  
INFORMAÇÕES SOBRE OFERTA PÚBLICA DE VALORES MOBILIÁRIOS  
EMITIDOS POR MICRO E PEQUENA EMPRESA

<p><b>EMISSORA</b></p> <p>Nome:</p> <p>CNPJ:</p> <p>Tipo societário:</p> <p>Endereço da sede:</p> <p>Nome do representante legal:</p> <p>Telefone para contato:</p> <p>Página na rede mundial de computadores:</p> <p>Faturamento no último exercício social:</p>
<p><b>DADOS DA OFERTA</b></p> <p>Quantidade de valores mobiliários objeto da oferta:</p> <p>Descrição do valor mobiliário ofertado:</p> <p>Preço unitário:</p> <p>Valor total da oferta:</p> <p>Data de início da oferta:"</p>