

*OF. DIR – 009/2014 (“Ofício”)*

São Paulo, 24 de março de 2014.

Ilma. Sra.

Flavia Mouta Fernandes

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado

CVM - Comissão de Valores Mobiliários- [audpublica0114@cvm.gov.br](mailto:audpublica0114@cvm.gov.br)

**Ref.: Edital de Audiência Pública SDM N° 01/14 (“Edital”) – Inclusão de ações e debêntures conversíveis ou permutáveis por ações, no rol de valores mobiliários passíveis de ofertas públicas distribuídas com esforços restritos e formalização de regras para ofertas públicas iniciais de emissores em fase pré-operacional.**

Prezada Senhora,

Primeiramente, agradecemos e apoiamos essa D. Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) pela iniciativa de modernizar a Instrução CVM 476/09, visando ao aperfeiçoamento da regulamentação do mercado de capitais brasileiro. Aproveitamos a oportunidade para reconhecer os importantes passos que a CVM, através da sua competente Superintendência de Desenvolvimento de Mercado, vem dando no sentido de tornar a emissão pública de valores mobiliários mais ágil e menos burocrática, entretanto, mantendo a fundamental segurança do público investidor. O Edital ora em discussão corrobora tais aspectos ao trazer para o âmbito das ofertas públicas de esforços restritos valores mobiliários de renda variável. Os títulos de renda variável representam fundamental instrumento de captação para as Companhias e sua inclusão no âmbito da Instrução CVM 476/09 é extremamente salutar, possibilitando que as Companhias aproveitem janelas específicas de mercado, tendo acesso a um público reduzido de investidores selecionados e qualificados.

Sobre o conteúdo do edital de Audiência Pública em referência, que incorpora algumas sugestões apresentadas pelo Comitê Técnico de Ofertas Menores (“Comitê”), a ANBIMA aproveita a oportunidade para manifestar, abaixo, a opinião de seus associados a respeito das alterações normativas propostas, através de comentários e sugestões ao texto das minutas.

Este ofício está dividido em duas partes, sendo a primeira (A) comentários ao edital em referência e a segunda (B) comentários adicionais à audiência pública, visando ao aprimoramento da Instrução CVM 476/09 mesmo em aspectos não abrangidos pelo Edital. Em relação à segunda parte, informamos que a maioria das sugestões já foi discutida com V.Sas. e eventualmente reitera pleitos já realizados.

**(A) COMENTÁRIOS AO EDITAL DA INSTRUÇÃO CVM Nº 476/09**

**1) Artigo 1º, § 1º, Inclusão dos incisos XII e XIII**

Pelas razões abaixo expostas, sugerimos a inclusão de dois outros valores mobiliários passíveis de distribuição com esforços restritos no âmbito da Instrução CVM 476/09 a saber: (i) o Bônus de Subscrição e (ii) *Brazilian Depositary Receipts – BDRs*.

Desta forma, sugerimos que sejam incluídos no Artigo 1º, § 1º, da Instrução CVM 476/09 dois novos incisos, ficando a redação da seguinte forma:

Art. 1º Serão regidas pela presente Instrução as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos no território brasileiro.

§1º Esta Instrução se aplica exclusivamente às ofertas públicas de:

(...)

XII – Bônus de Subscrição; e

XIII – *Brazilian Depositary Receipts – BDRs*

Justificativa:

A Minuta propõe incluir ações e debêntures conversíveis ou permutáveis por ações emitidas por companhias registradas na categoria A no rol de valores mobiliários que podem ser objeto de uma oferta pública distribuída com esforços restritos, desde que observadas as condições previstas na instrução. Tendo em vista que existem outros valores mobiliários de renda variável, sugerimos que a minuta venha a contemplar também as emissões de (i) Bônus de Subscrição e (ii) *Brazilian Depositary Receipts* – BDRs.

(i) Bônus de Subscrição

O bônus de subscrição é um título negociável, emitido por sociedades anônimas de capital autorizado, que confere ao seu titular, nas condições estabelecidas no certificado, o direito de subscrever ações do capital social da companhia, observado o limite de capital autorizado previsto no estatuto social, nos termos do art. 75 da Lei 6.404/76. Este título pode ser alienado pela companhia com o fim de captar recursos. O valor pago pela aquisição destes títulos constituirá reserva de capital, nos termos do art. 182, § 1º, “b” da Lei 6.404/76.

A emissão do bônus de subscrição implica em vinculação de ações do capital autorizado ao direito de subscrição conferido pelo título. Os titulares dos bônus de subscrição não concorrem com os acionistas na subscrição de aumento de capital: os acionistas exercem seu direito de preferência por ocasião da emissão do bônus de subscrição, e não do exercício do direito de subscrição por ele conferido, nos termos do art. 171, § 3º da Lei 6.404/76.

A deliberação do órgão social de criar o bônus de subscrição deve definir o número, espécie e classe das ações que poderão ser subscritas mediante o exercício do direito por ele conferido e o preço de emissão das ações ou os critérios para a sua determinação (art. 79, IV LSA). O preço de emissão deve ser fixado com base no art. 170, parágrafo 1º da LSA. É também condição essencial

da deliberação de criar o bônus a determinação da época em que o direito de subscrição poderá ser exercido e a data do término do prazo para esse exercício (art. 79, V, LSA). Não se admite, portanto, bônus de subscrição perpétuo.

A conversão em ações ocorrerá mediante apresentação do certificado à companhia, em conformidade com o prazo do seu exercício. O capital social é aumentado pelo exercício do direito conferido pelo bônus de subscrição, independente de qualquer outro ato da companhia (art. 166, III, LSA). Neste momento, terá o portador que pagar o preço da ação, não se levando em consideração a importância por ele paga para a aquisição do bônus. O preço da ação, portanto, é o que se figura no bônus, sem que dele seja abatida a quantia paga na aquisição deste.

Além disso, é comum que a emissão de bônus de subscrição tenha assegurada cláusula antidiluição, semelhantes às das debêntures conversíveis em ações, a fim de evitar que modificações ao capital social da emissora após a emissão do bônus de subscrição reduzam o valor econômico das ações cuja subscrição é assegurada pelo título.

Entendemos que a inclusão de bônus de subscrição facilitará e democratizará a colocação de sobras de aumento de capital privado, deixando a possibilidade de não-acionistas subscreverem parte do aumento de capital privado que os acionistas decidiram não subscrever. Aproveitamos para mencionar que em muitos países da América Latina – notadamente Chile e Colômbia – a oferta pública de bônus de subscrição é algo típico e comum e que vem funcionando com bastante êxito.

(ii) Certificado de Depósito de Ações – BDRs (*Brazilian Depositary Receipts*)

Quanto ao Certificado de Depósito de Ações, entendemos que a possibilidade de emissão e distribuição desses títulos por meio da Instrução CVM nº 476 pode ser mais uma forma de desenvolver e aumentar a liquidez do mercado secundário, bem como promover o ingresso de novos investimentos para o Brasil que seriam, de outra forma, realizados no exterior.

Adicionalmente, caso a sugestão de inclusão tanto do bônus de subscrição quanto do Certificado de Depósito de Ações seja aceita, faz-se necessário incluir esses valores mobiliários nos artigos que tratam de ações nos termos da Instrução.

## 2) Artigo 3º, inciso II

O Artigo 3º, inciso II, conforme alterado pelo Edital, prevê a subscrição dos valores mobiliários distribuídos com esforços restritos por no máximo 50 (cinquenta) investidores. Já o artigo 1º, da minuta de Instrução determina que serão regidas as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos no território brasileiro. É entendimento desta Associação que no rol de tais 50 (cinquenta) investidores **não são contabilizados investidores não-residentes no país que podem participar normalmente da oferta realizada na respectiva jurisdição e não farão parte do limite de 50 (cinquenta) investidores**, mesmo aqueles que aqui negociam através da Resolução do Conselho Monetário 2.689 em vigor, pelas razões abaixo expostas.

Entendemos que a norma é aplicável exclusivamente a investidores brasileiros, em território nacional, para a subscrição dos valores mobiliários ofertados por meio da Instrução CVM nº 476. Tal entendimento está fundamentado na soberania da regulação do local de realização da oferta, como bem observa a CVM no Edital<sup>1</sup>, e, adicionalmente, na existência, em cada país, de mecanismos de proteção ao investidor que podem ser distintos dos exigidos pela CVM para os investidores brasileiros e que poderiam gerar discrepâncias em relação à arquitetura de distribuição local.

Vale ressaltar que atualmente já existem diversas ofertas públicas regidas pela Instrução CVM 400 concomitantes no Brasil e no exterior e, em tais ofertas, além da necessária equiparação das

---

<sup>1</sup> Edital de Audiência Pública SDM nº 01/14, Item 2: “Dessa forma, a CVM pretende deixar claro para o mercado que o emissor pode realizar oferta simultânea, no exterior, de valores mobiliários idênticos aos ofertados com esforços restritos no Brasil, respeitando, em cada caso, a regulamentação local aplicável.”

informações entre investidores locais e estrangeiros, cada oferta caminha na forma da sua regulamentação local, não se subordinando à oferta local e regras estrangeiras e vice-versa.

Entendemos que, a princípio, não há razões para restringir o número de investidores estrangeiros, já que os mesmos possuem as proteções legais passíveis na sua jurisdição, não precisando, a nosso ver, de proteções adicionais criadas por reguladores estrangeiros. Além disso, se a preocupação for com a dispersão dos títulos em outros países, que é legítima, é certo que tal dispersão deverá seguir, fielmente, as regras locais de cada jurisdição para a oferta e para a venda de valores mobiliários, obedecendo assim às exigências locais de oferta pública ou privada, conforme o caso.

Diante do acima, solicitamos que a Comissão de Valores Mobiliários deixe claro que o número máximo de 50 (cinquenta) investidores para a oferta e venda de valores mobiliários não inclua investidores estrangeiros (não-residentes) ainda que tais investidores negociem valores mobiliários no mercado local através da Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 2.689.

Caso a CVM não compartilhe o entendimento acima, sugerimos, alternativamente, que a nova norma não contabilize os investidores não-residentes no limite máximo de procura de investidores, limitando apenas a subscrição dos ativos ofertados ao número máximo de 50 investidores (residentes e não-residentes). Ou seja, a procura no exterior não precisaria obedecer ao limite máximo de 50 investidores, entretanto, a efetiva venda (subscrição) dos valores mobiliários seria restrita a 50 investidores, neste caso, locais e estrangeiros.

De forma a corroborar os pontos acima, aproveitamos a oportunidade para enviar um parecer de escritório de advocacia local e estrangeiro com estudo realizado sobre emissões semelhantes em outras jurisdições (Anexo I) a este ofício.

### 3) Novo artigo 7º-A:

Art. 7º-A O início da oferta pública distribuída com esforços restritos deverá ser informado pelo intermediário líder à CVM, no prazo de 5 (cinco) dias, contado:

I - da primeira consulta a potenciais investidores, para as emissões de cotas de fundos de investimento fechados,

II – da data da realização do ato societário que deliberou a emissão, para as emissões de títulos ou valores mobiliários de renda fixa, e

III – da data da divulgação do fato relevante, para as emissões de títulos ou valores mobiliários de renda variável.

#### Justificativa:

A Minuta propõe incluir a elaboração de um aviso de início da oferta pública com esforços restritos, que deverá ser encaminhado à CVM conforme novo anexo 7-A no prazo de cinco dias contados da primeira consulta a potenciais investidores, tanto em emissões de renda fixa quanto de renda variável. Conforme acima descrito, sugerimos detalhar tais datas de forma a: (i) facilitar o entendimento dos participantes da oferta, definindo de forma mais clara quando o aviso deve ser enviado, (ii) homogeneizar o envio por parte de todo o mercado, e (iii) facilitar o “enforcement” da CVM que passará a ter hipóteses mais claras de quando o aviso deve ser enviado.

Especificamente para as emissões de renda variável, como a minuta em audiência pública propõe em seu artigo 9º-A, § 1º, a divulgação de fato relevante com o cronograma previsto das etapas da oferta e da forma de exercício do direito de prioridade seria suficiente para cumprimento do dever de informar a que se presta o aviso de início proposto pela CVM.

Desta forma, sugerimos que o aviso de início seja divulgado no prazo de cinco dias, contado da data de publicação do fato relevante, visto que a divulgação deste significa que a viabilidade da oferta já foi verificada.

Já para as emissões de títulos ou valores mobiliários de renda fixa, como não há previsão de divulgação de fato relevante, visto que companhias fechadas podem emitir títulos ou valores mobiliários de renda fixa, entendemos que o aviso de início deveria ser divulgado no prazo de cinco dias, contado da data de realização do ato societário que tenha aprovado a realização da oferta.

Ademais, tendo em vista a inclusão do aviso de início da oferta, faz-se necessário o seguinte ajuste no artigo 11, inciso VII, da atual Instrução CVM nº 476, de forma a prever como dever do intermediário líder, efetuar a comunicação do aviso de início da oferta pública.

“Art. 11. São deveres do intermediário líder da oferta:

(...)

VII – efetuar as comunicações previstas nos artigos 7º-A e a comunicação prevista no art. 8º; e”

#### **4) Novo artigo 9º-A:**

“Art. 9º-A A oferta pública de distribuição primária de ações, ~~ou~~ debêntures conversíveis em ações ou cotas de fundos de investimento fechados distribuída com esforços restritos pode ser realizada com exclusão do direito de preferência, na forma prevista no art. 172, I, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, nas seguintes hipóteses:



I – desde que seja concedida prioridade ou preferência aos acionistas ou cotistas, conforme aplicável, na subscrição de 100% (cem por cento) dos valores mobiliários na proporção de sua participação no capital social ou das cotas por ele detidas, conforme aplicável; ou

II – se a realização da oferta for aprovada por acionistas ou cotistas que representem 100% (cem por cento) do capital social do emissor ou das cotas emitidas, no caso de fundo de investimento.

§ 1º Na hipótese do inciso I do *caput*, o cronograma previsto das etapas da oferta e da forma de exercício do direito de prioridade ou preferência deve ser objeto de fato relevante para as emissões de ações, debêntures conversíveis ou permutáveis em ações e de realização de assembleia geral de cotistas para as emissões de cotas de fundos de investimentos fechados.

§ 2º A oferta deve prever um prazo de, no mínimo, cinco dias úteis após a divulgação do fato relevante de que trata o §1º para que os acionistas possam exercer seu direito de prioridade ou direito de preferência, se aplicável, na subscrição dos valores mobiliários. Em qualquer hipótese, o prazo para exercício do direito de prioridade e do direito de preferência em conjunto deve ser de, no mínimo, cinco dias úteis após a divulgação do fato relevante.

§ 3º No caso de fundos de investimento, o prazo referido no art. 2º será contado a partir da data do envio da comunicação aos cotistas das deliberações da assembleia geral.”

Justificativa:

A minuta propõe que a oferta pública de distribuição primária de ações ou debêntures conversíveis ou permutáveis por ações distribuídas com esforços restritos possa ser realizada com exclusão do direito de preferência previsto no artigo 172, I, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, desde que seja concedida prioridade aos já acionistas na subscrição de 100% dos valores mobiliários ofertados ou com a condição de que a realização da oferta seja aprovada por acionistas que representem 100% do capital social do emissor.

O objetivo do *caput* e seus incisos é impedir a diluição injustificada dos atuais acionistas da companhia, devido aos esforços restritos de colocação dos valores mobiliários, aproximando tais esforços restritos de colocação de valores mobiliários de uma oferta privada. Considerando que será dada prioridade aos acionistas para subscreverem as ações e/ou debêntures conversíveis em ações com o fim de evitar tal diluição indevida, o texto deveria ser ajustado para alocar aos atuais acionistas apenas a parcela necessária para evitar sua diluição.

Adicionalmente, fazemos referência também às cotas de fundos de investimento fechados cujos regulamentos prevejam direito de preferência aos cotistas na distribuição de novas cotas, os quais devem, em linhas gerais, seguir o mesmo racional da emissão de ações. Entretanto, é importante também observar que a prática do exercício do direito de preferência no caso dos fundos é diferente das ações, à medida que não há, no caso dos fundos, a possibilidade de aumento de capital por deliberação do conselho de administração, que é a situação pressuposta pelo art. 172, I da Lei 6.404/76. No caso de fundos de investimento, a deliberação da oferta ocorre em geral por meio de assembleia de cotistas, hipótese em que se torna desnecessária a divulgação de fato relevante com o cronograma previsto das etapas da oferta e da forma de exercício do direito de prioridade ou preferência. Em razão disto, sugerimos que, para a divulgação do cronograma da oferta e da forma do exercício do direito de prioridade ou preferência, seja utilizada a ata da assembleia geral de cotistas.

Destaque-se que para a companhia não importa se sua capitalização virá da sua atual base acionária ou de novos investidores. Ela será capitalizada. Caso ela queira expandir sua base acionária, é necessário estruturar a oferta de modo a contemplar a alocação para a atual base acionária, por meio do exercício do direito de prioridade ou de preferência, e os novos investidores. Caso não haja demanda para comportar a quantidade de ações ofertadas, seja pelos atuais acionistas ou pelos novos investidores, os bancos coordenadores poderão reduzir o tamanho da oferta e, para essa finalidade, solicitamos a inclusão do procedimento de distribuição parcial nos termos dos artigos 30 e 31 da Instrução CVM 400.

Consideramos importante que a norma assegure àqueles que já sejam acionistas da companhia participar da decisão de estruturar a oferta e de optar por manter suas respectivas participações no capital social. Assim, acreditamos ser pertinente assegurar, nos casos em que a oferta não seja aprovada por unanimidade, o prazo mínimo de cinco dias para manifestação dos já acionistas, concedendo prioridade a estes independentemente de eventual prazo para exercício do direito de preferência a eles assegurado.

**5) Artigo 10:**

Art. 10. O ofertante deverá fornecer informações verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes para os investidores.

§ 1º Os administradores do ofertante também são responsáveis pelo cumprimento da obrigação prevista no *caput*.

§ 2º ~~Qualquer informação fornecida aos investidores consultados, por~~ O emissor registrado na categoria A deve divulgar informações de forma abrangente, equitativa e simultânea para todo o mercado deve ser divulgada por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores.

§ 3º Eventuais documentos de suporte a apresentações oferecidas a investidores e os relatórios de análise deverão ser encaminhados à CVM.

Justificativa:

A Minuta propõe que qualquer informação fornecida aos investidores consultados<sup>2</sup> deve ser imediatamente divulgada para todo o mercado. Entendemos que o racional da norma busca coibir o uso seletivo de informação, porém, existem casos específicos, como é o caso do material de suporte a apresentações oferecidas a investidores e os relatórios de análise, que, de acordo com a Instrução CVM nº 400/03, não são disponibilizados ao público em geral, mas arquivados na CVM oportunamente, de acordo com a regulamentação aplicável e o cronograma da oferta.

Adicionalmente, dadas as restrições aqui feitas ao número de investidores abordados em um processo de venda ou às possibilidades de acesso ao público de investidores não-qualificados, a divulgação de informação na forma proposta pode resultar em riscos relevantes ao controle dos “esforços de venda restritos”.

Ademais, gostaríamos de antecipar que, para as ofertas de renda variável, a ANBIMA irá estudar a exigência de padrões mínimos de informação no âmbito da autorregulação dessas operações, buscando manter o nível de informação adequado, por meio da divulgação de documento da oferta, como, por exemplo, lâmina de oferta, bem como do incentivo à atualização do formulário de referência do emissor a cada oferta.

#### **6) Artigo 13:**

Art. 13. Os valores mobiliários ofertados de acordo com esta Instrução somente poderão ser negociados nos mercados regulamentados de valores mobiliários depois de decorridos 90 (noventa) dias de sua subscrição ou aquisição pelo investidor

---

<sup>2</sup> Sugerimos padronizar na regulamentação as referências ao “investidor consultado” por “investidor procurado”, para ficar uniforme com o texto do art. 3º, I da Nova 476. No entanto, se a CVM preferir padronizar como “investidor consultado” na norma como um todo, também concordamos. O objetivo é padronizar o texto.

Parágrafo único. A restrição prevista no *caput* não é aplicável às ações, debêntures conversíveis ou permutáveis por ações subscritas ou adquiridas em oferta pública distribuída com esforços restritos de emissores registrados na categoria “A”.

Justificativa:

Tendo em vista a exceção do *lock-up* para as emissões de ações na Minuta ora em análise, faz-se necessário o ajuste no artigo 13, parágrafo único, de forma a prever a exceção do *lock-up* de negociação para as emissões de debêntures conversíveis ou permutáveis por ações dos emissores registrados na categoria “A”.

Vale ressaltar que, ao final deste ofício, no item 13, reforçamos o pleito já enviado anteriormente, solicitando exclusão do *lock-up* de negociação para as emissões de renda fixa.

**7) Artigo 14:**

Art. 14. Observado o período de vedação à negociação previsto no art. 13, os valores mobiliários ofertados de acordo com esta Instrução poderão ser negociados nos mercados de balcão organizado e não-organizado, mas não em bolsa, sem que o emissor possua o registro de que trata o art. 21 da Lei nº 6.385, de 1976.

Parágrafo único. Caso os valores mobiliários ofertados sejam cotas de fundos de investimento, sua negociação nos mercados ~~de balcão organizado e não-organizado~~ regulamentados só será admitida se o fundo estiver registrado para funcionamento na CVM.

Justificativa:

Atualmente, diversos fundos de investimento têm suas cotas negociadas não somente em mercados de balcão organizado e não-organizado, mas também em bolsa de valores. Com efeito,

a parcela de fundos negociados em bolsa vem ganhando cada vez mais peso no mercado, com destaque para os fundos de investimento imobiliários.

Nesse contexto, julgamos necessário o ajuste de redação de forma a prever a negociação de cotas desses fundos também no mercado de bolsa. Em harmonia com a definição contida no artigo 2º da Instrução CVM nº 461/07, que estabelece que “os mercados regulamentados de valores mobiliários compreendem os mercados organizados de bolsa e balcão e os mercados de balcão não-organizados”, sugerimos a substituição, no artigo 14, do termo “mercados de balcão organizado e não-organizado” por “mercados regulamentados”.

#### 8) Artigo 15:

Art. 15. Os valores mobiliários ofertados nos termos desta Instrução só poderão ser negociados entre investidores qualificados.

§ 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, exceto nos casos de ações ou debêntures conversíveis ou permutáveis por ações, que deverão observar os §§ 3º a 5º.

(...)

§3º A restrição do *caput* não se aplica às ações distribuídas com esforços restritos, que sejam da mesma espécie e classe de ações:

I – que já tiverem sido ou que venham a ser objeto de oferta pública de distribuição registrada na CVM ~~;~~ ~~ou~~

II – admitidas à ~~cuja primeira negociação~~ em bolsa de valores ~~tenha ocorrido~~ há pelo menos 18 (dezoito) meses; ou;

III – cujo lote mínimo inicialmente ofertado seja igual ou superior ao do valor mínimo de investimentos financeiros exigidos para que o investidor seja considerado qualificado sob o inciso IV do art. 109 da Instrução CVM nº 409, de 2004.

§4º Nas ofertas públicas distribuídas com esforços restritos que tiverem por objeto ações de emissores registrados na Categoria “A” em fase pré-operacional, a restrição prevista no *caput* cessará a partir do momento em que, cumulativamente, perdurará enquanto o emissor tiver se tornado não-se tornar operacional e tenham decorrido 18 meses da admissão à negociação em bolsa, exceto na hipótese do inciso I do §3º, na qual as ações objeto da oferta com esforços restritos passarão a observar as restrições estabelecidas pela CVM no âmbito da oferta pública.

§ 5º O disposto nos §§ 3º e 4º também abrange as debêntures conversíveis ou permutáveis por ações, desde que tais ações sejam emitidas por emissor registrado na categoria “A.”

Justificativa:

A Minuta propõe que a negociação no mercado secundário dos ativos de renda variável ofertados ao amparo da Instrução CVM nº 476/09 seja restrita a investidores qualificados, exceto se cumpridas determinadas condições. Sugerimos que a restrição à negociação no mercado secundário não seja aplicável aos ativos cujo **lote mínimo inicial ofertado** seja de valor igual ou superior ao investimento mínimo exigido de investidores qualificados, conforme definido em norma da CVM.

De acordo com o comentário da CVM no item 2.3 do Edital, entendemos que a restrição à negociação de ações ofertadas com esforços restritos deixa de ser aplicável caso seja realizada oferta pública de distribuição de ações de mesma espécie e classe, dada a fungibilidade das ações.

Deste modo, sugerimos alteração no § 3º, inciso I, de forma a deixar claro que, a partir do momento em que for realizada uma oferta pública de distribuição de ações de mesma espécie e classe, com divulgação de prospecto de ampla divulgação e apelo amplo à poupança pública, a

restrição à negociação das ações distribuídas com esforços restritos deixa de ser aplicável, independentemente de este momento ser anterior ou posterior à emissão com esforços restritos.

Já para o § 3º, inciso II, entendemos que a confirmação fática da primeira data de negociação de determinada ação em bolsa de valores seria de difícil verificação pelo intermediário quando do recebimento de uma ordem. Sendo assim, propomos ajuste de forma a prever, como marco inicial, a data da listagem da ação em bolsa de valores, mantendo-se o período mínimo de 18 meses proposto pela CVM, para que a preocupação apresentada no edital de audiência pública seja mantida, qual seja o prazo mínimo de prestação de informações e acompanhamento pelo mercado, tendo em vista que a companhia, já com o *status* de companhia de capital aberto, deverá prestar todas as informações ao mercado, conforme a legislação aplicável.

Quanto à sugestão de inclusão de uma terceira possibilidade de dispensa da restrição à negociação, pautada no lote mínimo inicial ofertado, esta seria feita por meio da inclusão, no parágrafo 3º do art. 15, de um novo inciso. Tal critério busca compatibilizar a proteção do investidor de varejo pelo período de tempo determinado pela CVM, com a dinâmica de funcionamento do mercado secundário de valores mobiliários de renda variável previsto na regulamentação da CVM e da BM&FBovespa. A nosso ver, a exigência de obtenção de declaração escrita do investidor, necessária para sua classificação como investidor qualificado nos termos do artigo 109, IV da Instrução CVM nº 409/04, não é compatível com a dinâmica de negociação de ativos de renda variável (momento, ações) no mercado secundário.

Conforme previsto no artigo 12 da Instrução CVM nº 505/11, os intermediários atuantes nos mercados regulamentados podem receber ordens por escrito, por telefone e outros sistemas de transmissão de voz ou por sistemas eletrônicos de conexões automatizadas. A imposição de apresentação de declaração escrita aos investidores que desejem negociar ações emitidas sob a Instrução CVM nº 476/09 viria em prejuízo de ordens recebidas por meio telefônico ou por outros sistemas de mensagens comumente utilizados pelos intermediários. Tendo em vista a volatilidade característica do mercado de renda variável, eventual atraso na colocação de determinada ordem pelo intermediário pode acarretar em perdas ao investidor. Ademais, eventual restrição à colocação de ordens por um ou outro canal de comunicação com os intermediários,



incidentalmente, poderia afetar as condições de liquidez dos ativos aos quais a restrição seria aplicável. Vale lembrar também que a CVM já reconheceu em outras circunstâncias, como na Decisão do Colegiado no Processo RJ2013/1139, que a obtenção pelo intermediário de declarações escritas por investidores (no caso do referido processo, tratava-se de termo de adesão a fundos de investimento) não faz parte da dinâmica adotada para produtos negociados em mercados organizados.

Com a sugestão acima referida, propomos que os objetivos da manutenção do critério financeiro previsto na Instrução CVM nº 409/04 para classificação de investidores qualificados sejam cumpridos de um modo mais compatível com a dinâmica de negociação nos mercados organizados, por meio do estabelecimento de lotes mínimos para negociação dos ativos ofertados com esforços restritos por determinado período de tempo, dispensando-se, no entanto, a necessidade de cumprimento do critério declaratório previsto naquela instrução. Tal proposta, em suma, visa manter a proteção adequada ao investidor, mantendo, em contrapartida, o nível de serviço dos intermediários atuantes nos mercados de bolsa de valores, não lhes impondo maiores ônus operacionais e regulatórios do que os atualmente suportados.

No que se refere às restrições à negociação de ações de emissores em fase pré-operacional, sugerimos também ajustes à redação do §4º do artigo 15 proposta pela CVM. Os ajustes buscam principalmente assegurar a sintonia entre o texto do EAP e a minuta da norma submetida à audiência pública, de modo claro e expresso. A redação do §4º do art. 15 na minuta da nova norma parecia sugerir, ao contrário do que acreditamos ter sido a intenção da CVM, que, no caso de ofertas com esforços restritos, quando o emissor se tornasse operacional, as restrições deixariam de ser aplicáveis, independentemente do prazo transcorrido desde a oferta ou o início da negociação em bolsa. Esta conclusão seria discrepante da explicação dada pela CVM na página nº 5 do edital. Além disso, criaria uma certa incoerência entre a regra do art. 15, §4º da ICVM 476 e a do art. 32-A da Instrução CVM400 na mesma hipótese, pois a disposição da Instrução CVM 476/09 se tornaria mais flexível do que a regra aplicável às emissões registradas na CVM no cenário em que a companhia se tornasse operacional antes dos 18 meses da oferta, o que tampouco parece ter sido a intenção da CVM.

Vale ressaltar que, na sugestão de redação que ora submetemos à apreciação da CVM, a regra da Instrução CVM 476 é mais restritiva do que a regra da Instrução CVM 400 no cenário em que emissores de ofertas nos regimes das Instruções 400 ou 476, não precedidas de ofertas sujeitas a registro do mesmo papel, levem mais do que 18 meses para se tornar operacionais, pois, nos termos da redação sugerida para o §4º do art. 15 da Instrução CVM 476/09, caso o emissor não se torne operacional após o decorrer dos 18 meses da oferta (e mesmo no caso de ações negociadas em bolsa por 18 meses), a negociação permanece restrita a investidores qualificados. Ponderamos se essa discrepância é de fato conveniente, pois poderíamos ter um conceito único e simples no sentido de que, decorridos 18 meses de uma oferta pública de ações de emissores pré-operacionais, tenha esta sido feita ou não sob o regime de esforços restritos, a negociação seria permitida por investidores qualificados. Embora essa uniformidade nos pareça também desejável, não incluímos sugestão de redação para essa alternativa apenas em razão da intenção manifestada pela CVM nas explicações da página nº 5 do edital.

Tendo em vista a inclusão deste artigo 15 na nova minuta, entendemos ser necessário ajuste no artigo 7º, inciso II, que excetua das restrições previstas na ICVM 476 apenas a hipótese prevista no parágrafo único do art. 13. Contudo, os parágrafos do art. 15 também contêm exceções a restrições de negociações previstas na ICVM 476. Desta forma, parece-nos que a redação do inciso II do art. 7º deveria ser ajustada, conforme segue:

Art. 7º. (...)

II – os valores mobiliários ofertados estão sujeitos às restrições de negociação previstas nesta Instrução, exceto na s hipótese s prevista s no parágrafo único do art. 13 e no art. 15.

#### **9) Artigo 32-A da Instrução CVM nº 400**

“Art. 32-A A oferta pública inicial realizada por companhia emissora em fase pré-operacional será distribuída exclusivamente para investidores qualificados.

Parágrafo único. A negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários emitidos nos termos do *caput* deve ser realizada em lotes mínimos iniciais ofertados, cujo valor financeiro seja igual ou maior ao investimento mínimo exigido para somente por investidores qualificados pelo prazo de 18 (dezoito) meses contado da oferta.”

Justificativa:

Sugerimos a imposição de lote mínimo de negociação também para os valores mobiliários emitidos por meio de oferta pública registrada em detrimento da imposição de negociação exclusivamente entre investidores qualificados durante determinado período de tempo. Conforme exposto no item oito acima, tal critério busca compatibilizar a proteção do investidor de varejo pelo período de tempo determinado pela CVM na Minuta com a dinâmica de funcionamento do mercado secundário de valores mobiliários de renda variável previsto na regulamentação da CVM e da BM&FBovespa. O critério financeiro parece-nos ser adequado, também, para as emissões de valores mobiliários registradas na CVM, sejam de renda fixa ou variável, adotando-se, portanto, critério único de tratamento para os diversos ativos passíveis de serem ofertados com base nas normas em discussão.

Por fim, sugerimos incluir no *caput* do artigo 32-A menção específica à companhia emissora, para que não haja dúvidas de interpretação de que se trata apenas de companhias emissoras e não de fundos de investimento fechado. Apesar de ser uma simples alteração, gostaríamos de compartilhar a dúvida que foi apontada por participantes de mercado. A mesma dúvida se aplicaria ao §4º do art. 15 da Instrução CVM 476 sugerido no edital.

## **(B) COMENTÁRIOS ADICIONAIS À AUDIÊNCIA PÚBLICA**

Adicionalmente, enviamos outras sugestões, que, apesar de não serem objeto da audiência pública, entendemos serem necessárias para aprimoramento da norma.

### **10) Artigo 3º, parágrafo único:**

Art. 3º Nas ofertas públicas distribuídas com esforços restritos:

(...)

Parágrafo Único. Fundos de investimento e carteiras administradas, cujas decisões de investimento sejam tomadas pelo mesmo gestor, serão considerados como um único investidor para os fins dos limites previstos neste artigo.

#### Justificativa:

Sugerimos a inclusão acima, de forma a permitir que tanto os fundos de investimento como as carteiras de valores mobiliários (também conhecidas como “carteiras administradas”) sejam consideradas como um único investidor. Tal como praticado para fundos de investimento, as decisões de investimento dos recursos de carteiras administradas é discricionária do respectivo gestor, podendo fazer parte de estratégia específica de investimento adotada por ele. A nosso ver, a restrição da quantidade de carteiras administradas que podem subscrever ativos ofertados com esforços restritos, em determinados momentos, pode conflitar com o dever fiduciário do gestor de carteiras, à medida que o compeliará a escolher determinados clientes para alocação dos ativos em detrimento dos demais. Adicionalmente, salvo pela determinação de eventuais restrições em políticas de investimentos próprias, os titulares de carteiras administradas discricionárias não têm ingerência na escolha e seleção de ativos que compõem a carteira. Para atingir a base de clientes titulares de carteiras administradas, portanto, os emissores e intermediários tendem a ofertar ativos diretamente aos respectivos gestores, tal como praticado para fundos de investimento.

**11) Artigo 4º, inclusão de parágrafo único:**

Art. 4º Para os fins desta Instrução, consideram-se investidores qualificados os referidos no art. 109 da Instrução CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004, observado que:

I – todos os fundos de investimento serão considerados investidores qualificados, mesmo que se destinem a investidores não-qualificados; e

II – as pessoas naturais e jurídicas mencionadas no inciso IV do art. 109 da Instrução CVM nº 409, de 2004, deverão subscrever ou adquirir, no âmbito da oferta, valores mobiliários no montante mínimo de R\$1.000.000,00 (um milhão de reais).

Parágrafo Único. Em se tratando de oferta de cotas de fundo de investimento fechado, não estarão sujeitas ao montante mínimo referido no inciso II acima as pessoas naturais e jurídicas ali referidas, que, ao tempo da oferta, já sejam cotistas do fundo, tendo efetuado a subscrição ou aquisição de suas cotas no montante mínimo de R\$1.000.000,00 (um milhão de reais) em oferta anterior realizada nos termos da presente Instrução.

Justificativa:

Nos termos do §3º do artigo 109 da Instrução CVM 409, a verificação dos requisitos de qualificação do investidor se faz ao tempo de seu primeiro investimento (i.e. subscrição de cotas) em fundo<sup>3</sup>. Similarmente, nos termos do item 1.32 do Ofício-Circular/CVM/SIN/Nº 10/2013, a averiguação do requisito de aplicação mínima prevista no art. 110-B da Instrução CVM 409 deve ocorrer quando do ingresso do investidor no fundo, não havendo exigência de manutenção, pelo

---

<sup>3</sup> “Artigo 109 (...) §3º Os requisitos a que se refere o *caput* deverão ser verificados, pelo administrador ou pelo intermediário, no ato de cada aplicação em fundo de investimento de que o investidor não seja cotista, sendo certo que a perda da condição de investidor qualificado não implica exclusão do cotista do fundo de investimentos.”

investidor, de qualquer valor mínimo no fundo, ou, ainda, de valores mínimos pré-determinados para aplicações adicionais.

Entendemos que o mesmo critério temporal deva ser aplicado à verificação dos requisitos de qualificação do investidor que subscreve cotas de fundos de investimento fechados, distribuídas nos termos da Instrução CVM nº 476. Em fundos fechados, é possível a realização de distribuições posteriores à distribuição inicial; todavia, a inexistência de disposição semelhante à da Instrução CVM nº 409, na atual redação do artigo 4º da Instrução CVM nº 476, acarreta um ônus excessivo às pessoas naturais e jurídicas que já sejam cotistas do fundo fechado ao tempo da nova distribuição e, não raro, acaba até mesmo inviabilizando investimentos adicionais desses cotistas em uma nova distribuição de cotas do fundo, realizada com esforços restritos. Desta forma, entendemos que a redação acima proposta promoverá o devido ajuste nos critérios atualmente previstos<sup>4</sup>.

## 12) Artigo 9º

Art. 9º O ofertante não poderá realizar outra oferta pública da mesma espécie de valores mobiliários do mesmo emissor dentro do prazo de quatro meses contados da data do encerramento da oferta, a menos que a nova oferta seja submetida a registro na CVM.

---

<sup>4</sup> Há que se frisar que esta discussão não vai de encontro a outras discussões travadas, paralelamente, entre a ANBIMA e a CVM sobre a definição de investidores qualificados e correspondente classificação de clientes. Lembramos que, além do caso do presente edital, este assunto vem aparecendo em diversas frentes de discussão: Edital de Audiência Pública SDM nº 05/13, no que se refere à *best execution*; discussão da aplicação dos procedimentos de *suitability* a pessoas jurídicas; reformulação da Instrução CVM nº 409/04 – além dos diversos valores de investimento associados a instrumentos financeiros específicos (FIDC, FIP, CRI etc.). Reiteramos, assim, nosso intuito em não criar uma heterogeneidade de conceitos e definições para investidores qualificados, de modo a facilitar tanto a supervisão e fiscalização dos mercados como a observância das instituições. Mais que isso, consideramos também a possibilidade do estabelecimento de regras para classificação dos clientes numa norma apartada, de caráter genérico, que possa englobar e alinhar os diferentes requisitos e classificações hoje existentes na regulação brasileira, associando as diferentes categorias a diferentes graus de proteção ao investidor (por exemplo, esta possibilidade poderia estar contemplada na Instrução CVM nº 505/11).

Parágrafo ~~único~~ 1º. A restrição prevista no *caput* não será aplicável:

I - a 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.

II - a ofertas de certificados de operações estruturadas que não sejam referenciadas em ações de seu próprio emissor;

III - a ofertas de cotas de fundos de investimento fechado que sejam destinadas exclusivamente aos cotistas do fundo.

Justificativa:

Tendo em vista que a Minuta abrange a inclusão de emissão dos certificados de operações estruturadas no rol de valores mobiliários que podem ser ofertados publicamente por meio desta Instrução, sugerimos que seja efetuada a exceção para a realização de emissões dentro do prazo de quatro meses, especificamente para os certificados de operações estruturadas que não sejam referenciados em ações de seu próprio emissor, tendo em vista que as emissões serão sempre da instituição financeira e a diferenciação entre elas será o ativo de referência.

Outro ponto que vale a pena destacar sobre a restrição de nova emissão é o caso das emissões de cotas de fundos de investimento fechados, cuja restrição temporal de quatro meses disposta no artigo 9º já foi reavaliada pela CVM em algumas circunstâncias, como no Ofício-Circular/CVM/SIN/Nº 10/2013 e no Processo RJ-2011-14594.

Considerando que, a rigor, a oferta de cotas adicionais do fundo exclusivamente a seus cotistas existentes, à luz do art. 3º, § 1º, da Instrução CVM nº 400/03, sequer deveria estar sujeita a

registro de oferta, entendemos ser cabível excluir da vedação prevista no Artigo 9º as ofertas de cotas de fundos de investimento fechados cuja nova distribuição seja destinada exclusivamente àqueles que já sejam seus cotistas.

### 13) Artigo 13

~~Art. 13. Os valores mobiliários ofertados de acordo com esta Instrução somente poderão ser negociados nos mercados regulamentados de valores mobiliários depois de decorridos 90 (noventa) dias de sua subscrição ou aquisição pelo investidor~~

~~Parágrafo único. A restrição prevista no caput não é aplicável às ações subscritas ou adquiridas em oferta pública distribuída com esforços restritos de emissores registrados na categoria A."~~

#### Justificativa:

Conforme pleito já efetuado anteriormente através do ofício DIR 032/2013, sugerimos novamente a exclusão do *lock-up* de negociação para as operações de renda fixa, de forma a readequar as condições da Instrução à nova realidade de mercado, isto é, o aumento da demanda dos investidores por estes ativos, inclusive no mercado secundário. É importante reforçar que a alteração proposta não altera a principal exigência da norma, que impede que os ativos sejam distribuídos ao público em geral, a não ser que o emissor tenha ou obtenha registro na CVM.

A remoção do *lock-up* para negociações no mercado secundário é particularmente necessária nos casos dos gestores que fazem a alocação dos ativos para mais de um fundo de investimento. Em muitos casos, estes gestores se veem na necessidade de realocar os ativos entre seus fundos, mas encontram-se limitados, pois também estão sujeitos ao *lock-up* de negociação. Ainda, em situações excepcionais, o *lock-up* pode forçar o administrador de fundo de investimento a despendar recursos dos cotistas para realizar a incorporação de um determinado fundo que



eventualmente tenha de encerrar suas atividades (seja por aumento excepcional da demanda por liquidez, seja por não ter atingido o volume mínimo necessário para funcionamento).

Adicionalmente, vale mencionar algumas situações especiais, como a dos fundos exclusivos de alguns planos de previdência complementar aberta (PGBL ou VGBL). No caso desses planos, se ocorrer o evento morte ou invalidez do seu participante, a entidade regulada pela Susep deverá liquidar o fundo para entrega dos recursos ao participante do plano no prazo de até três dias úteis. Nessas situações, ainda, a regulamentação da Superintendência de Seguros Privados (Susep) restringiria a negociação dos ativos com outros fundos administrados ou geridos por sociedades ligadas ao administrador do fundo vinculado ao plano. Nesse contexto, portanto, é necessária a venda do ativo ao mercado para que o fundo seja liquidado e a entidade regulada pela Susep possa cumprir referida obrigação regulamentar no prazo exigido em benefício dos participantes do plano, sem que seja necessário recorrer a soluções onerosas para tais participantes como aquelas comentadas no parágrafo anterior.

#### **14) Inclusão de novo artigo: Alocação em Partes Vinculadas**

“Art. [ ]. No caso de distribuição com excesso de demanda superior em um terço à quantidade de valores mobiliários ofertada, é vedada a colocação de valores mobiliários em controladores ou administradores das Instituições Intermediárias e da emissora ou outras pessoas vinculadas à emissão e distribuição, bem como seus cônjuges ou companheiros, seus ascendentes, descendentes e colaterais até o 2º grau.

Parágrafo único. A vedação do *caput* não se aplica às instituições financeiras contratadas como formadoras de mercado, desde que o direito de subscrever e a quantidade máxima de valores mobiliários a ser subscrita, se houver tal limitação, estejam divulgados no prospecto.”

Justificativa:

De forma a prover maior proteção às emissões de ações realizadas por meio da Instrução CVM nº 476, sugerimos incluir a mesma previsão do artigo 55, da ICVM 400 que veda a colocação em pessoas vinculadas à oferta, quando se tratar de distribuição com excesso de demanda superior à quantidade ofertada.

**15) Entendimento sobre distribuição parcial:**

De forma a prover maior flexibilidade às emissões e, seguindo a prática de mercado já utilizada nas ofertas de renda variável realizadas por meio da Instrução CVM nº 400, entendemos que é possível a realização de distribuição parcial também por meio da Instrução CVM nº 476/09. Dessa forma, solicitamos a confirmação desse entendimento por parte desta D. Comissão de Valores Mobiliários.

Sendo, então, o que nos cumpre para o momento, aproveitamos a ocasião para renovar os nossos votos de elevada estima e distinta consideração.

Atenciosamente,

original assinado por

Marcio Guedes Pereira Junior

Presidente do Comitê de Finanças Corporativas e Diretor da

ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais



**ANEXO I**

**PARECER LEGAL**

Comitê de Finanças Corporativas São Paulo, 24 de março de 2014

ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais

At.: **Sra. Raphaela Vasconcelos**  
[raphaela.vasconcelos@gs.com](mailto:raphaela.vasconcelos@gs.com)

c/c: **Sra. Isabel Cunha**  
[isabel.cunha@anbima.com.br](mailto:isabel.cunha@anbima.com.br)  
**Sra. Erika Aparecida Lacrete T. C. Neto**  
[erika.lacrete@anbima.com.br](mailto:erika.lacrete@anbima.com.br)  
**Sra. Janaina Moraes**  
[janaina.moraes@anbima.com.br](mailto:janaina.moraes@anbima.com.br)

*Via e-mail*

**Ref.: Audiência Pública SDM nº 01/14 – Limite de Investidores Consultados ou Adquirentes**

Prezados Senhores,

Agradecemos oportunidade de participar do processo de comentários à Audiência Pública nº 01/14, promovida pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (SDM) da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) referente à alteração das Instruções da CVM nsº 476/09 e 400/03 para, entre outros, incluir ações no rol de ativos que podem ser objeto das ofertas públicas com esforços restritos de colocação.

Inicialmente, cumpre esclarecer que, atualmente, a Instrução CVM nº 476/09 determina que os valores mobiliários ofertados com esforços restritos podem ser subscritos ou adquiridos por, no máximo, 20 investidores qualificados, e permite que até 50 investidores qualificados sejam procurados durante a oferta. De acordo com a minuta da nova instrução 476 da CVM (“Nova 476”), permanece o mesmo o número de investidores qualificados que podem ser procurados durante a oferta, sendo que o número de investidores que podem adquirir ações na oferta aumentou de 20 para 50 (art. 3º, II, Nova 476).

As questões que se colocam relativamente a essa regra são:

- (i) que não sejam computados nos limites de investidores que podem ser consultados e que podem adquirir valores mobiliários sob a Nova 476, os investidores estrangeiros qualificados que adquiram ações por meio de investimentos realizados no Brasil via Resolução do Conselho Monetário Nacional 2.689/00 ou mesmo via Lei 4.131/62, eis que os esforços de venda para tais investidores já são regulados e fiscalizados pela *US Securities and Exchange Commission* (“SEC”);
- (ii) deseja-se, ainda, obter confirmação da CVM que os investidores qualificados estrangeiros que adquirirem *American Depositary Receipts* (“ADRs”) ou *Global Depositary Receipts* (“GDRs”) de emissor brasileiro no contexto de uma oferta sob a Nova 476 não serão computados para fins dos referidos limites de 50.

Dentro do escopo que nos foi solicitado, apresentamos abaixo nossa sugestão de redação a ser utilizada em carta da ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (“ANBIMA”) à CVM com comentários à audiência pública em epígrafe, referente ao limite de investidores consultados ou adquirentes no contexto de uma oferta pública a ser realizada sob a Nova 476.

***Não inclusão, no limite de 50, dos investidores estrangeiros qualificados que adquiram ações por meio de investimentos realizados sob a Res. 2.689/00 ou mesmo da Lei 4.131/62***

Preliminarmente, observamos que a limitação ao número de investidores qualificados que podem ser consultados ou que podem adquirir valores mobiliários em oferta realizada sob a Nova 476 não tem referência na regulamentação norte americana. Nesse sentido, na *Section 4(a)(2)* do *U.S. Securities Act* de 1933<sup>1</sup>, na *Rule 144A* e na *Regulation D*<sup>2</sup>, editadas pela SEC, sob o *Securities Act* de 1933, conforme alterado, dos Estados Unidos da América, as regras aplicáveis a ofertas de valores mobiliários dirigidas a investidores qualificados não limitam o número de investidores qualificados que podem ser acessados ou autorizados a adquirir ações em ofertas privadas.

Vale também ressaltar que, na União Europeia, a *Prospectus Directive*, diretriz normativa para realização de ofertas de valores mobiliários, permite que, em ofertas privadas, os valores mobiliários sejam ofertados para um número ilimitado de investidores qualificados e um número limitado de até 150 investidores não qualificados<sup>3</sup>.

Tendo em vista que o risco associado à colocação dos valores mobiliários junto a investidores qualificados também recai sobre os bancos coordenadores, a prática adotada

<sup>1</sup> Title 15 U.S. Code § 77d(a)2.

<sup>2</sup> Relativamente à *Rule 144A*, vide *Section 230.144A(b)*, e relativamente à *Regulation D*, vide *Sections 230.501(a)* e *230.501(e)(1)(iv)*, ambas sob o *Title 17* do *U.S. Code of Federal Regulations*.

<sup>3</sup> Vide *Article 3(2)* da *Directive 2003/71/EC*, conforme alterada pela *Directive 2010/73/EU*.

por esses é de estabelecer um limite subjetivo, que varia de acordo com o tipo de companhia emissora (por exemplo, menor para uma *startup* e maior para um emissor frequente que possui informações públicas no mercado há um certo tempo, como uma WKSI ou *Well Known Seasoned Issuer*) e com o tamanho da oferta realizada. Esse procedimento reduz o volume de investidores que possam, eventualmente, questionar as informações disponibilizadas sobre a oferta e o ofertante, consistindo, portanto, em uma estratégia de gestão de risco dos bancos coordenadores.

Não obstante, e considerando que a Nova 476 limita a 50 os investidores qualificados que podem ser consultados e que podem adquirir valores mobiliários, solicitamos que não sejam incluídos nesse limite os investidores estrangeiros que invistam no Brasil por meio da Res. nº 2.689/00 ou mesmo da Lei nº 4.131/62. Entendemos que os investidores estrangeiros, especialmente os investidores institucionais qualificados (*qualified institutional buyers*<sup>4</sup>, ou “QIBs”), encontram-se devidamente protegidos pela regulamentação da SEC, que entende serem tais investidores capazes de compreender os riscos envolvidos em ofertas dessa natureza. Além disso, a exemplo do que já ocorre em ofertas públicas regidas pela Instrução CVM nº 400/03, com esforços de colocação simultaneamente no exterior por meio da *Rule 144A* e *Regulation S*, esta última também editada pela SEC, sob o *Securities Act* de 1933, conforme alterado, dos Estados Unidos da América, a SEC tutelar os interesses dos QIBs nas ofertas realizadas no exterior simultaneamente no âmbito de ofertas regidas pela Nova 476.

Esse entendimento está em linha com o disposto no próprio edital da audiência pública em questão, em que essa D. Autarquia expôs, no item 2, as suas razões de alteração do *caput* do artigo 1º, de forma a deixar claro ao mercado que a Nova 476 visa regulamentar as ofertas públicas com esforços restritos realizadas **no território brasileiro**, não havendo restrição à realização de oferta simultânea no exterior que respeite, em cada caso, a regulamentação local aplicável.

Entendemos, assim, que a intenção da CVM, em linha com o disposto no artigo 9º, §6º, II da Lei nº 6.385/76, é justamente regular e proteger estritamente o mercado e o investidor brasileiro:

*”Art. 9º A Comissão de Valores Mobiliários, observado o disposto no § 2º do art. 15, poderá: (...)*

*§ 6º A Comissão será competente para apurar e punir condutas fraudulentas no mercado de valores mobiliários sempre que:*

*I - seus efeitos ocasionem danos a pessoas residentes no território nacional, independentemente do local em que tenham ocorrido; e*

---

<sup>4</sup> *Rule 144A, Section 230.144A(a)(1)(i)*, sob o *Title 17* do *U.S. Code of Federal Regulations*.

***// - os atos ou omissões relevantes tenham sido praticados em território nacional.***” (grifo nosso)

Dessa forma, uma vez que a punição pela CVM de condutas fraudulentas tem como preocupação primordial a proteção do mercado e dos investidores no território nacional, depreende-se que o poder fiscalizador da CVM também visa à proteção do mercado brasileiro e dos investidores sediados ou domiciliados no Brasil. Portanto, compete aos respectivos órgãos reguladores de outros países a proteção de seu mercado e seus investidores conforme sua regulamentação local.

Em face do exposto, pedimos a consideração dessa D. Autarquia em avaliar o inciso II do artigo 3º e as sugestões acima, diante das práticas internacionais comumente adotadas, de forma a estimular o mercado, garantindo a segurança ao investidor e ao mercado no território brasileiro.

Por fim, vale ressaltar que este é também o entendimento adotado por reguladores estrangeiros ao abordar o tema. Podemos tomar como exemplo a *Regulation S* nos EUA e o *Prospectus Directive* na União Européia que, em regra, reconhecem que a regulamentação do mercado de capitais dos EUA e a da União Europeia, respectivamente, não se estende a ofertas realizadas para estrangeiros no exterior.

***Não inclusão, no limite de 50, dos investidores estrangeiros qualificados que adquiram ADRs ou GDRs sob a Nova 476***

Ressaltamos que, conceitualmente, esse ponto é idêntico ao anterior. O fato de o investimento efetuado por investidor não residente ou domiciliado no exterior em ações de emissora brasileira via Resolução nº 2.689/00 ou Lei nº 4.131/62 ser liquidado no Brasil e de o investimento de certificados de depósito de ações (ADRs ou GDRs) de emissora brasileira ser liquidado no exterior em nada altera esse entendimento.

Isso porque o objeto de tutela da CVM compreende exclusivamente o mercado e os investidores brasileiros. Da mesma forma, a *Regulation S* e a *Prospectus Directive* não regulam ofertas realizadas fora de suas respectivas jurisdições, mas sim buscam proteger seus respectivos mercados locais, como já detalhado acima.

Não obstante, solicitamos a confirmação do entendimento dessa D. Autarquia de que, caso o comentário constante do ponto anterior não seja acatado, os investidores qualificados estrangeiros adquirentes de ADRs ou GDRs de emissor brasileiro não serão computados para fins dos referidos limites de 50 investidores consultados nem de 50 investidores autorizados a adquirir ações, eis que tanto os esforços de venda, como a alienação do ADR ou GDR e a respectiva liquidação da operação, ocorrem integralmente no exterior.

Permanecemos à disposição para quaisquer ajustes que se façam necessários na sugestão de redação acima, bem como para eventuais reuniões ou conferências telefônicas que possam ser úteis.

Atenciosamente,

**Nair V. Saldanha Janson**

**Tobias Stirnberg**