



São Paulo, 07 de julho de 2014  
050/2014-DF-DJU

À

**Comissão de Valores Mobiliários**

Rua Sete de Setembro, 111, 23º andar  
20050-901 - Rio de Janeiro/RJ

Endereço eletrônico: [audpublica0314@cvm.gov.br](mailto:audpublica0314@cvm.gov.br)

At.: Sra. Flavia Mouta Fernandes

Superintendente de Desenvolvimento de Mercado – SDM

**Ref.: Edital de Audiência Pública SDM nº 03/14**

Prezada Senhora,

BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (“BM&FBOVESPA”) vem, pela presente, apresentar manifestação ao Edital de Audiência Pública em referência, por meio do qual essa Autarquia submete à apreciação do mercado minuta de instrução propondo alterações às Instruções CVM nº 155, de 7 de agosto de 1991; nº 209, de 25 de março de 1994; nº 278, de 8 de maio de 1998; nº 332, de 4 de abril de 2000; nº 356, de 17 de dezembro de 2001; 391, de 16 de julho de 2003; nº 399, de 21 de novembro de 2003; nº 414, de 30 de dezembro de 2004; nº 429, de 22 de março de 2006; nº 444, de 8 de dezembro de 2006; nº 461, de 31 de outubro de 2008; nº 472, de 31 de outubro de 2008; nº 476, de 16 de janeiro de 2009; e nº 539, de 13 de novembro de 2013.

Em primeiro lugar, gostaríamos de cumprimentar V.Sas. pela louvável iniciativa de transferir a definição da categoria investidores qualificados da ICVM nº 409/2004, que dispõe sobre fundos de investimento, para a ICVM nº 539/2013, que dispõe sobre o dever de verificação da adequação dos produtos ao perfil do cliente (*suitability*), além da criação de nova categoria de investidor com a nomenclatura proposta de investidores profissionais, uniformizando e atualizando a definição do investidor que V.Sas. acreditam



ter capacidade de analisar estruturas complexas de investimento. Adicionalmente, concordamos com a eliminação das regras de investimento ou valor unitário mínimo para aplicação em determinados valores mobiliários que, além de atender importante demanda do mercado relativa ao aumento de liquidez no mercado secundário e a maior possibilidade de diversificação das carteiras de valores mobiliários, simplifica várias instruções, facilitando o entendimento e controle dos intermediários sobre os negócios realizados por seus clientes.

Não obstante o acima disposto, apresentamos nossos comentários (inclusões em azul e exclusões em vermelho) às propostas constantes do presente Edital de Audiência Pública.

## **I. Categorias de investidores**

### **A. Utilização da nomenclatura investidor profissional**

Em que pese considerarmos desejável a criação de uma nova categoria de investidores capazes de analisar estruturas complexas de investimento, consideramos a nomenclatura investidor profissional inadequada.

A rigor, a expressão investidor profissional remete àqueles que exercem determinada atividade econômica relacionada a investimentos no mercado financeiro e de capitais de modo recorrente e em caráter profissional.

Entretanto, nem todas as espécies de investidores elencados no proposto novo artigo 9º-A da ICVM nº 539/13 exercem, profissionalmente, atividades econômicas de investimento, haja vista que o referido artigo contempla, em seus incisos IV e VII, respectivamente (a) pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 20.000.000,00 (vinte milhões de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor profissional mediante termo próprio; e (b) investidores não residentes. Referidos investidores não exercem, necessariamente, atividades econômicas de investimento em caráter profissional, tornando, desta forma, a nomenclatura sugerida imprecisa.

Diante do acima exposto, sugerimos que a nova categoria de investidores considerados habilitados a analisar estruturas complexas de



investimento seja denominada por uma expressão diversa, que não denote que os mesmos exercem essas atividades em caráter profissional (e.g. investidor credenciado).

Não obstante a sugestão acima, para efeitos das sugestões apresentadas a seguir, utilizamos a nomenclatura proposta pela CVM no Edital de Audiência Pública SDM ° 03/14.

## **B. Revisão dos montantes dos investimentos financeiros**

No que tange aos valores dos investimentos financeiros estabelecidos na minuta para caracterizar o investidor como profissional ou qualificado, sugerimos que V.Sas. avaliem a possibilidade de reduzir os montantes em questão, de forma a melhor adequar os valores à realidade do mercado de capitais brasileiro.

Nesse sentido, sugerimos que para ser considerado um investidor profissional (ou credenciado, conforme sugerimos), o investidor deverá possuir investimentos financeiros em valor superior a R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais), ao passo que para ser caracterizado como um investidor qualificado, o investidor deverá possuir investimentos financeiros em valor superior a R\$ 700.000,00 (setecentos mil reais).

Adicionalmente, sugerimos a criação de uma terceira categoria de investidor, contemplando os investidores que possuem investimentos financeiros entre R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais) e R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais), desde que atestem, por escrito, sua condição de investidor profissional (ou credenciado) mediante termo próprio. Nesse caso, entendemos que os valores em questão são expressivos no contexto do mercado de capitais brasileiro e, por esse motivo, tais investidores deveriam ter um tratamento equivalente ao concedido aos investidores profissionais. A diferença precípua entre a presente categoria de investidor profissional e os investidores profissionais que possuem investimentos financeiros em valor superior a R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais), nos termos da presente proposta, é a faculdade de o intermediário realizar a verificação da adequação do produto, serviço ou operação, conforme a seguir mencionado.



### **C. Verificação da adequação do produto, serviço ou operação ao perfil do investidor**

Com relação à verificação da adequação do produto, serviço ou operação ao perfil do investidor, sugerimos que os intermediários sejam dispensados dessa obrigatoriedade em relação aos investidores profissionais (ou credenciados). Acreditamos que a dispensa ora sugerida é condizente com a modernização proposta por V.Sas., sendo factível a diminuição da tutela regulatória para tais investidores.

No que se refere aos investidores que possuem investimentos financeiros entre R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais) e R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) que, nos termos da presente manifestação, seriam equiparados aos investidores profissionais, sugerimos que a verificação da adequação do produto, serviço ou operação ao perfil do investidor seja facultativa aos intermediários, o qual consideraria, por exemplo, o investimento pretendido.

Por fim, entendemos pertinente a manutenção da obrigatoriedade de verificação da adequação do produto, serviço ou operação para os investidores qualificados, conforme disposto na minuta de instrução.

### **D. Clubes de investimento**

Notamos que os clubes de investimento não estão incluídos na categoria de investidor profissional ou na categoria investidor qualificado, de modo que, nos termos da proposta, os mesmos seriam sempre considerados investidores comuns.

Entendemos que essa opção é contrastante com a abordagem regulatória utilizada na reforma ora proposta, haja vista que considera, por exemplo, para efeitos da classificação dos fundos de investimento, a especialização da figura do respectivo gestor, e não de seus cotistas.

Dessa forma, entendemos que o mesmo racional deve ser utilizado com relação aos clubes de investimento: no caso de clubes de investimento que sejam geridos por administradores de carteira, estes deverão ser classificados como investidores profissionais; e no caso dos clubes de investimento geridos por representantes dos cotistas (que não tem, portanto, administração



profissional), com patrimônio superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais), estes deverão ser classificados como investidores qualificados.

Diante do acima exposto, sugerimos que sejam realizadas as seguintes alterações de redação, ressaltando-se que, na hipótese das sugestões ora formuladas serem acatadas por V.Sas., será necessário refletir tais ajustes nos Anexos 9-A e 9-B.

1. **Artigo 9º da ICVM nº 539/2013**

• **Texto da Audiência Pública:**

*“Art. 9º A obrigatoriedade de verificar a adequação do produto, serviço ou operação não se aplica quando:*

*I – o cliente for investidor qualificado, com exceção das pessoas naturais mencionadas no inciso IV do art. 9º-A e no inciso II do art. 9º-B; ou*

*II – o cliente tiver sua carteira de valores mobiliários administrada discricionariamente por administrador de carteira de valores mobiliários autorizado pela CVM.” (NR)*

• **Texto proposto pela BM&FBOVESPA:**

*“Art. 9º A obrigatoriedade de verificar a adequação do produto, serviço ou operação não se aplica quando:*

*I – o cliente for investidor qualificado, com exceção das pessoas naturais mencionadas ~~no inciso IV do art. 9º-A~~ e no inciso II do art. 9º-B; ou*

*II – o cliente tiver sua carteira de valores mobiliários administrada discricionariamente por administrador de carteira de valores mobiliários autorizado pela CVM.” (NR)*

*Parágrafo único. A obrigatoriedade de verificação da adequação do produto, serviço ou operação é facultativa para os investidores a que se refere o parágrafo único do art. 9º-A.*





## 2. Artigo 9º-A da Instrução CVM nº 539/2013

- Texto da Audiência Pública:

*Art. 9º-A. São considerados investidores profissionais:*

*I – instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil;*

*II – companhias seguradoras e sociedades de capitalização;*

*III – entidades abertas e fechadas de previdência complementar;*

*IV – pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 20.000.000,00 (vinte milhões de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor profissional mediante termo próprio, de acordo com o Anexo 9-A;*

*V – fundos de investimento;*

*VI – agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios; e*

*VII – investidores não residentes.” (NR)*

- Texto proposto pela BM&FBOVESPA:

*Art. 9º-A. São considerados investidores ~~profissionais~~ credenciados:*

*I – instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil;*

*II – companhias seguradoras e sociedades de capitalização;*

*III – entidades abertas e fechadas de previdência complementar;*

*IV – pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) ~~R\$ 20.000.000,00 (vinte milhões de reais)~~ e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor profissional mediante termo próprio, de acordo com o Anexo 9-A;*

*V – fundos de investimento;*

*VI – agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios; e*

*VII – investidores não residentes.” ~~(NR)~~; e*



VIII– clubes de investimentos geridos por administrador de carteira autorizado pela CVM.

Parágrafo único. São equiparados aos investidores credenciados os investidores que possuam investimentos financeiros entre R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais) e R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais), e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor credenciado mediante termo próprio, de acordo com o Anexo 9-A.

### **3. Artigo 9º.-B da ICVM nº 539/2013**

- **Texto da Audiência Pública:**

*“Art. 9º-B. São considerados investidores qualificados:*

*I – investidores profissionais;*

*II – pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, de acordo com o Anexo 9-B; e*

*III – regimes próprios de previdência social instituídos pelos Estados, pelo Distrito Federal ou por Municípios, desde que sejam reconhecidos como investidores qualificados conforme regulamentação específica da Secretaria de Políticas de Previdência Social.” (NR)*

- **Texto proposto pela BM&FBOVESPA:**

*“Art. 9º-B. São considerados investidores qualificados:*

*I – investidores credenciados;*

*II – pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a ~~R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais)~~ R\$ 700.000,00 (setecentos mil reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, de acordo com o Anexo 9-B; e*

*III – regimes próprios de previdência social instituídos pelos Estados, pelo Distrito Federal ou por Municípios, desde que sejam reconhecidos*



*como investidores qualificados conforme regulamentação específica da Secretaria de Políticas de Previdência Social.” ~~(NR)~~; e IV – clubes de investimentos geridos por representante dos cotistas que se enquadre na condição estabelecida no inciso II acima.*

## **II. Alterações às Instruções CVM 209/1994, 356/2001, 391/2003 e 399/2003.**

O Edital de Audiência Pública SDM ° 03/14 trouxe em seu bojo a alteração do conceito de investidor qualificado, criação de investidores profissionais e eliminação das regras de investimento mínimo nas Instruções da CVM.

Diante das definições de investidores profissionais e qualificados, que elevaram os valores de investimentos para os respectivos enquadramentos, foi conveniente, em nossa análise, também revisitar os limites impostos pela regulamentação ao público investidor, visto que as alterações implicam restrições de acesso a investimentos por esse público.

Nesse sentido, identificamos, por exemplo, que o investidor comum, ao investir em um Fundo de Investimento de Direitos Creditórios, conforme a proposta, deverá possuir investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais), e não mais em valor superior a R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais) e aporte de *ticket* mínimo de R\$ 25.000,00 (vinte e cinco mil), como previsto atualmente no artigo 109 da Instrução 409/04 e no inciso IV do artigo 3º da ICVM 356/01. Da mesma forma, o acesso ao investidor comum aos Fundos de Investimentos em Participações, que atualmente exige *ticket* mínimo de R\$ 100.000,00 (cem mil reais) e condição de investidor qualificado, com a nova proposta, o *ticket* será eliminado, porém se passará a exigir a condição de investidor qualificado, que implica possuir investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais).

Ademais, refletiu-se sobre a possibilidade de um investidor comum se deparar com dois tipos de investimento (i) adquirir debênture de infraestrutura emitida por companhia aberta; ou (ii) adquirir cota de Fundo de Investimento em Participações em Infraestrutura (FIP-IE) que invista em debêntures de infraestrutura.





Na primeira opção, o público alvo contempla o investidor comum, uma vez que as companhias abertas podem oferecer lotes menores, com valores mínimos de R\$ 1.000,00 (um mil reais), tornando possível o investimento para o pequeno investidor. Na segunda opção, relativa à aquisição de cota de FIP-IE, que conforme ICVM nº 501/2011, deve investir, no mínimo, 90% (noventa por cento) de seu patrimônio líquido em valores mobiliários, permitidos pela regulamentação, emitidos por companhias que desenvolvam projetos de infraestrutura ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação no território nacional, o investidor comum não é contemplado.

Vale destacar que a Lei nº 12.431/11, conforme alterada pela Lei 12.844/13, ao conceder isenção do Imposto de Renda ao investidor pessoa física que invista em debêntures de infraestrutura, revela a orientação da política pública para o fomento ao desenvolvimento do mercado de dívida, por meio do acesso facilitado de pequenos investidores, que contam com as garantias de tais títulos, e podem assim contribuir para o desenvolvimento do mercado e financiar as sempre necessárias melhorias na infraestrutura do Brasil. Neste sentido, a alteração proposta neste Edital de Audiência Pública, ao limitar as formas de acesso do mesmo investidor comum aos valores mobiliários de infraestrutura, que por meio de um fundo de investimento teria vantagens de gestão e escala, faz soar referida alteração contraditória com a política pública de estímulo ao investimento da poupança popular fora dos meios tradicionais, como a caderneta de poupança.

Ocorre que, com as alterações propostas, a aplicação pelo investidor comum em fundo de investimento que tenha acesso aos mesmos valores mobiliários que poderiam ser adquiridos diretamente por ele, só é possível caso este se enquadre na condição de investidor qualificado.

Entendemos que se o investidor comum tem condições para aplicar seus recursos em valores mobiliários, baseado em decisão de investimento individual, possui condições de investir em um fundo, cuja decisão de investimento é realizada por profissional com *expertise* e experiência no assunto, além de ser devidamente habilitado por V.Sas., em relação aos mesmos valores mobiliários.

O racional para tal entendimento é o de que se a legislação permite ao investidor comum investir em um valor mobiliário de infraestrutura, porque



não lhe permitiria o acesso a um fundo de investimento de infraestrutura que investe na mesma debênture de infraestrutura? Não olvidemos que o acesso do investidor comum aos fundos nestas condições pode propiciar a diversificação de sua carteira de investimentos e, portanto, a diversificação dos riscos envolvidos.

Nesse sentido, cabe ressaltar que a minuta do Edital de Audiência Pública nº 04/2014 que regulará a constituição, administração, funcionamento e divulgação de informações dos fundos de investimento, substituindo a ICVM nº 409/2004, trouxe como proposta a flexibilização dos requisitos para investimento em fundos destinados a investidores qualificados.

Referida proposta concedeu permissão aos fundos não destinados exclusivamente a investidores qualificados para aplicar até 20% (vinte por cento) do seu patrimônio líquido em fundos de investimento destinados a investidores qualificados ou em fundos de cotas de fundos de investimento destinados a investidores qualificados, de modo a manter o risco total da carteira dentro dos limites aceitos para os investidores comuns.

Assim, entendemos que a criação de exceções às regras inseridas na minuta Edital de Audiência Pública SDM nº 03/14 se coaduna com a proposta contida na minuta do Edital de Audiência Pública nº 04/2014, no sentido de ampliar o horizonte de investimentos oferecidos ao investidor comum.

Diante do exposto, sugerimos a criação de exceções às regras contidas nos artigos das Instruções CVM nº 209, nº 356, nº 391, e nº 399, a fim de permitir o investimento pelo público em geral nos fundos de investimentos destinados a investidores qualificados e que invistam em valores mobiliários permissíveis a investimento direto por esse mesmo público, acima do limite de 2/3 (dois terços) de sua carteira, sem prejuízo da verificação da adequação do investimento ao perfil do investidor, nos termos da ICVM 539/2013.



**1. Artigo 3º da Instrução CVM nº 209/1994****• Texto da Audiência Pública:**

*“Art. 3º Uma vez constituído o Fundo, o administrador deverá solicitar à Comissão de Valores Mobiliários autorização para o seu funcionamento.*

*(...)*

*§ 3º Somente poderão investir no fundo investidores qualificados, conforme definido em regulamentação específica.*

*(...)*

**• Texto proposto pela BM&FBOVESPA:**

*“Art. 3º Uma vez constituído o Fundo, o administrador deverá solicitar à Comissão de Valores Mobiliários autorização para o seu funcionamento.*

*(...)*

*§ 3º Somente poderão investir no fundo investidores qualificados, conforme definido em regulamentação específica.*

*I – Nos casos em que o fundo invista no mínimo 2/3 (dois terços) de seu patrimônio em valores mobiliários destinados aos investidores não qualificados, a proibição de investimento para este público não será aplicável, prevalecendo, contudo, as regras gerais de verificação da adequação ao perfil do investidor, constante da Instrução 539 de 13 de novembro de 2013.*

*(...)*

**2. Artigo 3º da ICVM nº 356/2001****• Texto da Audiência Pública:**

*“Art. 3º Os fundos regulados por esta instrução terão as seguintes características:*

*(...)*

*II – somente poderão receber aplicações, bem como ter cotas negociadas no mercado secundário, quando o subscritor ou o adquirente das cotas for investidor qualificado; e*



III – cada classe ou série de cotas de sua emissão destinada à colocação pública deve ser classificada por agência classificadora de risco em funcionamento no País.

IV – REVOGADO” (NR)

(...)

- **Texto proposto pela BM&FBOVESPA:**

“Art. 3º Os fundos regulados por esta instrução terão as seguintes características:

(...)

II – somente poderão receber aplicações, bem como ter cotas negociadas no mercado secundário, quando o subscritor ou o adquirente das cotas for investidor qualificado; e

a) Nos casos em que o fundo invista no mínimo 2/3(dois terços) de seu patrimônio em valores mobiliários destinados aos investidores não qualificados, a proibição de investimento para este público não será aplicável, prevalecendo, contudo, as regras gerais de verificação da adequação ao perfil do investidor, constante da Instrução 539 de 13 de novembro de 2013, e

III – cada classe ou série de cotas de sua emissão destinada à colocação pública deve ser classificada por agência classificadora de risco em funcionamento no País.

IV – REVOGADO” (NR)

(...)

### 3. Artigo 5º da ICVM nº 391/2003

- **Texto da Audiência Pública:**

“Art. 5º Somente poderão investir no fundo investidores qualificados, conforme definido em regulamentação específica.” (NR)

- **Texto proposto pela BM&FBOVESPA:**

“Art. 5º Somente poderão investir no fundo investidores qualificados, conforme definido em regulamentação específica.” (NR)



I - Nos casos em que o fundo invista no mínimo 2/3(dois terços) de seu patrimônio em valores mobiliários destinados aos investidores não qualificados em geral, a proibição de investimento para este público não será aplicável, prevalecendo, contudo, as regras gerais de verificação da adequação ao perfil do investidor, constante da Instrução 539 de 13 de novembro de 2013.

#### **4. Artigo 3º da ICVM nº 399/2003**

- **Texto da Audiência Pública:**

*“Art. 3º Os fundos regulados por esta Instrução terão as seguintes características:*

*(...)*

*IV – somente poderão receber aplicações, bem como ter cotas negociadas no mercado secundário, quando o subscritor ou o adquirente das cotas for investidor qualificado, conforme definido em regulamentação específica.” (NR)*

- **Texto proposto pela BM&FBOVESPA:**

*“Art. 3º Os fundos regulados por esta Instrução terão as seguintes características:*

*(...)*

*IV – somente poderão receber aplicações, bem como ter cotas negociadas no mercado secundário, quando o subscritor ou o adquirente das cotas for investidor qualificado, conforme definido em regulamentação específica. (NR)*

a) Nos casos em que o fundo invista no mínimo 2/3 (dois terços) de seu patrimônio em valores mobiliários destinados aos investidores não qualificados, a proibição de investimento para este público não será aplicável, prevalecendo, contudo, as regras gerais de verificação da adequação ao perfil do investidor, constante da Instrução 539 de 13 de novembro de 2013.”





### III. Alterações à ICVM 476/2009

Tendo em vista a Audiência Pública SDM nº 01/2014, que apresentou propostas de alteração à ICVM nº 476/2009 aplicável a ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e à negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados, entendemos ser conveniente propor aprimoramentos a fim de harmonizá-la ao novo conceito de investidores profissionais e qualificados.

Conforme anteriormente explicitado na própria manifestação da BM&FBOVESPA àquela Audiência Pública SDM nº 01/2014, entendemos que a proposta de restrição à negociação aplicável a ações e valores mobiliários nelas conversíveis ou permutáveis constante do artigo 15, §3º, não se coaduna com a estrutura regulatória que fundamenta o regime de registro de emissores instituído pela ICVM nº 480/09 e que, inclusive, fundamentou a grande reforma na matéria por ela instituída.

Uma vez que os emissores registrados nos termos da Instrução CVM nº 480/09 devem cumprir com o regime informacional obrigatório aplicável às companhias abertas em sua completude, ressalvadas as exceções aplicáveis aos emissores categoria B, não há razão para se instituir restrição à negociação desses valores mobiliários em mercados regulamentados após concluída a distribuição pública com esforços restritos. Assim, a introdução de um período de vedação à negociação entre investidores não profissionais, com relação aos valores mobiliários que tenham sido objeto de oferta pública de distribuição com esforços restritos, parece instituir certa contradição dentro do próprio regime regulatório.

Isso porque um determinado emissor que obtenha registro na categoria A sem a concomitante realização de uma oferta poderá ter, por exemplo, as ações de sua emissão admitidas à negociação em bolsa sem qualquer restrição à sua negociação entre investidores não qualificados, conforme autoriza a ICVM nº 480/09.

Por outro lado, aquele emissor que realizou uma oferta de ações com esforços restritos de distribuição e, portanto, teve suas informações submetidas a um escrutínio ainda maior (tanto por parte dos intermediários da oferta – considerando o previsto no artigo 11 da ICVM nº 476/09 – como por parte dos investidores profissionais que dela participariam) terá as



respectivas ações sujeitas a uma restrição à negociação entre estes investidores por prazo de 18 (dezoito) meses.

Dessa forma, entendemos que, nesses casos, a tutela dos investidores não profissionais ou até mesmo qualificados, deveria ser concretizada por meio das regras destinadas a prevenir o acesso a produtos de investimento inadequados, em razão de características do produto *vis-à-vis* o perfil do cliente, concretizadas por meio do dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente, por parte dos respectivos intermediários, nos termos da ICVM nº 539/13.

Na hipótese de a alteração da ICVM 476 for levada a efeito nos termos da minuta submetida à referida audiência pública, entendemos que a restrição à negociação de ações entre investidores profissionais, caso o emissor não tenha efetuado oferta pública de distribuição registrada na CVM ou caso a primeira negociação tenha ocorrido em prazo inferior aos 18 (dezoito) meses, exclui um público investidor que também teria condições de tomar decisões informadas de investimento – os investidores qualificados – devido ao regime de prestação de informações a que os emissores, contemplados na instrução, estariam sujeitos.

Deste modo, na hipótese acima, sugerimos a inserção de previsão, conforme item 1.1 abaixo, permitindo a negociação, anteriormente aos 18 (dezoito) meses de restrição estabelecidos na minuta da Audiência Pública, entre investidores profissionais e qualificados, sempre sujeita à verificação da adequação dos produtos oferecidos ao perfil do investidor, seja este profissional ou qualificado.

Entendemos que, no período da oferta, existe um esperado desequilíbrio em razão do esforço de venda, e eventual assimetria de informação, entre o ofertante e os intermediários da oferta de um lado, e investidor de outro. Após a oferta, as negociações efetuadas no mercado secundário não ficam sujeitas a esse esforço concentrado, e são baseadas em informações públicas divulgadas pelos emissores nos termos da regulamentação editada por V.Sas. Ademais, no mercado secundário o investidor deixa de ser informado pelos intermediários na oferta e assume posição ativa na procura do investimento que possibilite a aplicação dos recursos no mercado secundário. Levando em consideração o já exposto a



respeito do regime informacional, sugerimos então que seja abolido o período de restrição de negociação no mercado secundário.

Em ambas as situações, considerando ou não a adoção pela CVM de nossas sugestões a respeito da ICVM 476, consideramos relevante, permitir ao investidor, muito embora não atenda automaticamente aos critérios de investidor profissional ou qualificado que, mediante declaração formal de que foi alertado para os riscos do investimento e autoriza a sua realização, cabendo ao intermediário manter disponível exemplar de referida declaração para fiscalização da CVM da inadequação de seu perfil de risco para tal.

Não aceitas as sugestões acima, sugerimos que se desça um degrau de restrição aos investidores estabelecidos na oferta pública, quando de negociação no mercado secundário, pelas razões acima assinaladas. Assim, se há uma autorização apenas para investidores profissionais participarem de oferta pública, no mercado secundário seja admitida a participação também de investidores qualificados.

## 1. Artigo 15

- **Texto da Audiência Pública:** *“Art. 15. Os valores mobiliários ofertados nos termos desta Instrução só poderão ser negociados entre investidores profissionais, conforme definido em regulamentação específica.”*

- **Texto proposto pela BM&FBOVESPA (considerando as alterações propostas pela CVM no âmbito da Audiência Pública SDM 01/14 e sem prejuízo dos comentários encaminhados no âmbito da referida audiência):**

*“Art. 15. Os valores mobiliários ofertados nos termos desta Instrução só poderão ser negociados entre investidores profissionais, conforme definido em regulamentação específica.”*

*§ 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 objeto de oferta pública de distribuição registrada na CVM; ou*

*II – cuja primeira negociação em bolsa de valores tenha ocorrido há pelo menos 18 (dezoito) meses.*

§ 4º *As ações distribuídas com esforços restritos cuja negociação também seja restrita, por não atender aos requisitos presentes no incisos I e II do § 3º, poderão ser negociadas exclusivamente entre investidores profissionais e qualificados até o final do prazo de 18 (dezoito) meses, contados da primeira negociação em bolsa de valores.*

§5º *Nas ofertas públicas distribuídas com esforços restritos que tiverem por objeto ações de emissores em fase pré-operacional, a restrição prevista no caput perdurará enquanto o emissor não se tornar operacional, exceto na hipótese do inciso I do §3º.*

§6º *O disposto nos §§ 3º e 5º também abrange as debêntures conversíveis ou permutáveis por ações, desde que tais ações sejam emitidas por emissor registrado na categoria A.*

Sendo o que nos cabia no momento, permanecemos à disposição para quaisquer esclarecimentos que se façam necessários.

Atenciosamente,

  
Roberto Augusto Belchior da Silva  
Diretor Jurídico