

Rio de Janeiro, 23 de fevereiro de 2018

À  
**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM**  
Rua Sete de Setembro, nº 111, 23º andar  
Rio de Janeiro, RJ  
20050-901

**SUPERINTENDÊNCIA DE DESENVOLVIMENTO DE MERCADO – SDM**

At.: Sr. Antonio Carlos Berwanger  
[audpublicaSDM0517@cvm.gov.br](mailto:audpublicaSDM0517@cvm.gov.br)

**Ref.:** Edital de Audiência Pública SDM nº 05/17

Prezados Senhores,

Em resposta ao edital de audiência pública da Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (“SDM”) nº 05/2017, datado de 11 de dezembro de 2017 (“Audiência Pública” e “Edital”, respectivamente), apresentamos, inicialmente, os nossos cumprimentos pela iniciativa dessa D. Comissão.

Pela proposta dessa D. Comissão, (i) as ofertas de ações com esforços restritos de distribuição passariam a contar com a possibilidade de outorga de opção de distribuição de lote suplementar e de realização de operações de estabilização de preço de ações, (ii) a definição de lote suplementar prevista na Instrução da CVM nº 400/03 (“Instrução CVM 400”) seria alterada, desvinculando o lote suplementar da existência de um excesso de demanda (o que ficaria associado apenas ao lote adicional) e vinculando à contratação de serviço de estabilização de preços, (iii) as ofertas com esforços restritos previstas na Instrução da CVM nº 476/09 (“Instrução CVM 476”) contariam com a exclusão do *lock-up* de 90 dias para lote de garantia firme de colocação, (iv) haveria um aprimoramento da definição da responsabilidade e das obrigações dos participantes e da redação dos incisos III e IV do artigo 17 da Instrução CVM 476, esclarecendo a partir de quando as demonstrações financeiras dos emissores precisam estar disponibilizadas e por quanto tempo devem ser mantidas disponíveis, e (v) as ofertas com esforços restritos passariam a ter um prazo máximo de 24 meses para sua realização.

A Associação Brasileira das Companhias Abertas – ABRASCA (“ABRASCA”) avaliou em conjunto com suas associadas as propostas apresentadas no Edital e entende que os pontos são benéficos ao mercado e muito bem-vindos. De forma a aprimorar o trabalho feito por essa D. Comissão, gostaríamos de submeter para apreciação de V.Sas. os seguintes pontos para inclusão na instrução a ser editada:

**1) Vinculação da opção de lote suplementar apenas às atividades de estabilização de preços de ações, e não em relação a valores mobiliários representativos de dívida**

Conforme mencionado no preâmbulo acima, um dos objetivos do Edital é desvincular a opção de lote suplementar da existência de um excesso de demanda (o que ficaria associado apenas ao lote adicional) e vinculá-la à contratação de serviço de estabilização de preços.

No entanto, nos parece equivocada a proposta de vincular a opção de lote suplementar ao serviço de estabilização de preços de todos e quaisquer valores mobiliários.

Entendemos que tal vinculação deveria ser restrita aos serviços de estabilização de preços de ações, pois tais valores mobiliários são mais suscetíveis à oscilação de preço no mercado. Assim, a opção de lote suplementar, tal como vem sendo atualmente utilizada no mercado, deveria ser mantida como alternativa complementar (além do lote adicional) para o atendimento de eventual excesso de demanda verificado no âmbito da oferta.

De acordo com o disposto no Edital, ao analisar mais detidamente as características e o funcionamento do exercício da opção de lote suplementar, verificou-se que esse, via de regra, sempre estaria vinculado à contratação do serviço de estabilização de preços, o que justificaria a vinculação expressa da opção do lote suplementar à contratação do serviço de estabilização.

No entanto, pela leitura do Edital e do estudo encomendado por essa D. Comissão – “Operações de estabilização e lote suplementar no âmbito de ofertas com esforços restritos” –, nos parece que, na prática, a vinculação da opção lote suplementar ao serviço de estabilização de preços ocorre, em sua maioria (senão exclusivamente), no tocante à estabilização de **preços de ações** no mercado secundário (e não a todo e qualquer valor mobiliário).

Além disso, desde a edição da Instrução CVM 400, em 2003, até presente data, a opção de lote suplementar vem sendo utilizada para atender, além de um processo de estabilização de preço de ações, a um eventual excesso de demanda verificado no âmbito da oferta, sem que isso tenha trazido qualquer prejuízo ao mercado.

Ao contrário, a possibilidade de utilização do lote suplementar para atender a situações de excesso de demanda tem se mostrado extremamente benéfica ao mercado, permitindo a alocação eficiente da oferta, atendendo a interesse tanto de emissores quanto de investidores. E sempre que necessário, a exemplo do que ocorre nas ofertas de ações, o lote suplementar foi vinculado ao exercício de estabilização de preços, visando à estabilização dos preços das ações objeto de oferta.

Ou seja, é possível, como vem ocorrendo nos últimos anos no mercado de capitais brasileiro, a utilização da opção de lote suplementar não só para fins da prestação de serviços de estabilização de preços, como também para atendimento de eventual excesso de demanda verificado no âmbito da oferta. Tal situação mostra-se mais evidente em relação a ofertas de valores mobiliários representativos de dívida (a exemplo de debêntures, notas promissórias e certificados de recebíveis imobiliários e do agronegócio). Nas ofertas envolvendo esses valores mobiliários, principalmente no Brasil, em que não há um mercado secundário líquido, não há que se falar em atividade de estabilização de preços, o que não justificaria, em princípio, a vinculação proposta pelo Edital em relação a todos os valores mobiliários ofertados no mercado, mas apenas em relação a ações.

Conforme manifestação proferida pelo I. Diretor Pablo Renteria no âmbito do Processo Administrativo CVM nº RJ2014/13261, cujo voto foi acompanhado por unanimidade pelo I. Colegiado, é entendimento atual da CVM que a quantidade de valores mobiliários ofertados mediante a outorga de opção de distribuição de lote suplementar pode ser aumentada.

Naquela ocasião, o I. Diretor Pablo Renteria esclareceu que o regime regulatório previsto na Instrução CVM 476 seria maleável no que tange à definição da quantidade de valores mobiliários a serem ofertados<sup>1</sup>.

De fato, diferentemente do disposto na Instrução CVM 400, entendemos que o aumento da quantidade de valores mobiliários mediante opção de distribuição de lote suplementar não deve estar sujeito a qualquer limite.

Conforme manifestação do I. Diretor Pablo Renteria no âmbito do referido Processo Administrativo, a limitação para aumento da quantidade de valores mobiliários ofertados nos termos da Instrução CVM 400 é necessária uma vez que a concessão do registro é feita com base

---

<sup>1</sup> “5. De fato, extrai-se da leitura da Instrução CVM nº 476/2009 que o regime regulatório a que se sujeitam as Ofertas com Esforços Restritos é maleável no que tange à definição da quantidade de valores mobiliários a serem ofertados, conferindo-se, desse modo, às partes envolvidas na oferta liberdade para a escolha do arranjo que melhor atenda aos interesses do emissor e de seus investidores.” (Processo Administrativo CVM nº RJ2014/13261, pg. 16.)

numa quantidade determinada de valores mobiliários, e seu aumento por meio de opção só seria possível mediante previsão normativa<sup>2</sup>. Por outro lado, como a dispensa de registro prevista na Instrução CVM 476 não se vincula à quantidade de valores mobiliários ofertada<sup>3</sup>, podemos concluir que não haveria razão para estabelecer qualquer limitação para a opção de lote suplementar.

Assim, em linha com o exposto acima, sugerimos o seguinte ajuste na redação proposta ao Art. 24 da Instrução CVM 400 e Art. 5º-B da Instrução CVM 476:

*“Art. 24. O emissor ou o ofertante podem outorgar à instituição intermediária opção de distribuição de lote suplementar, sendo que esta deverá estar vinculada ao serviço de estabilização de preços quando se tratar de uma oferta de ações~~dos valores mobiliários objeto da oferta~~, nas mesmas condições e preço dos valores mobiliários inicialmente ofertados, até um montante que não pode ultrapassar 15% (quinze por cento) da quantidade inicialmente ofertada.”*

*“Art. 5º-B Nas ofertas de ações distribuídas na forma desta instrução, o emissor ou o ofertante podem outorgar à instituição intermediária opção de distribuição de lote suplementar, sendo que esta deverá estar vinculada ao serviço de estabilização de preços quando se tratar de uma oferta de ações~~dos valores mobiliários objeto da oferta~~, nas mesmas condições e preço dos valores mobiliários inicialmente ofertados,~~até um montante que não pode ultrapassar 15% (quinze por cento) da quantidade inicialmente ofertada.~~”*

---

<sup>2</sup> “9. Nesse tocante, cumpre observar que as duas instruções obedecem a lógicas diversas. A Instrução CVM nº 400/2003 preocupa-se, principalmente, com a regulamentação das ofertas públicas registradas na CVM, nas quais, em função justamente do registro, o órgão regulador concede autorização específica para a colocação junto ao público investidor de determinada quantidade de valores mobiliários. Sendo assim, uma vez registrada a oferta, o aumento da quantidade, por meio do exercício da opção, não poderia ocorrer senão em virtude de expressa previsão normativa.” (Processo Administrativo CVM nº RJ2014/13261, pg. 17.)

<sup>3</sup> “10. Já em relação às Ofertas com Esforços Restritos, tal previsão normativa é desnecessária, pois que, nessa hipótese, a autorização administrativa concedida ao ofertante, por meio da dispensa automática de registro, não se vincula à quantidade de valores mobiliários a serem ofertados e, por conseguinte, não contrapõe restrições ao exercício da opção de distribuição de lote suplementar.” (Processo Administrativo CVM nº RJ2014/13261, pg. 17.)

## **2) Inclusão de lote adicional em ofertas sob a Instrução CVM 476**

Adicionalmente à proposta prevista no Art. 5º-B (outorga de opção de lote suplementar), nos parece oportuno que a Instrução CVM 476 confirme que a quantidade de valores mobiliários ofertados (e não apenas ações) pode ser aumentada por meio de lote adicional, usualmente utilizado em ofertas públicas distribuídas nos termos do §2º do art. 14 da Instrução CVM 400, com o objetivo atender a eventual excesso de demanda verificado no âmbito da oferta.

Conforme exposto no item 1 acima, na manifestação proferida pelo I. Diretor Pablo Renteria no âmbito do Processo Administrativo CVM nº RJ2014/13261, a CVM entende que a quantidade de valores mobiliários ofertada pode ser aumentada mediante a outorga de opção de distribuição de lote suplementar.

Naquela oportunidade, como já mencionado, o I. Diretor Pablo Renteria esclareceu que o regime regulatório previsto na Instrução CVM 476 seria maleável no que tange à definição da quantidade de valores mobiliários a serem ofertados, e que o fato de a Instrução CVM 476 não prever expressamente a possibilidade de outorga de opção de distribuição de lote suplementar não lhe pareceria contrário à admissão desse mecanismo nas ofertas com esforços restritos<sup>4</sup>.

Ora, se é possível o aumento da quantidade de valores mobiliários ofertados para fins de outorga de opção de distribuição de lote suplementar, nos parece igualmente possível admitir o lote adicional em ofertas com esforços restritos. Dessa forma, para maior clareza e segurança do mercado, entendemos que a Instrução CVM 476 também deveria tratar expressamente da possibilidade do lote adicional, sem a previsão de qualquer limite percentual.

De fato, a limitação para aumento da quantidade de valores mobiliários ofertados nos termos da Instrução CVM 400 é necessária, como já colocado no item 1 acima. Por outro lado, como a dispensa de registro prevista na Instrução CVM 476 não se vincula à quantidade de valores mobiliários ofertada não haveria razão para estabelecer qualquer limitação para a distribuição de lote adicional.

Assim, em linha com o exposto acima, sugerimos a inclusão de novo Art. 5º-D, com a seguinte redação:

---

<sup>4</sup> “8. Note-se que o fato de a Instrução CVM nº 476/2009, diferentemente da Instrução CVM nº 400/2003, não prever expressamente a possibilidade de outorga de opção de distribuição de lote suplementar (art. 24) não me parece contrário à admissão desse mecanismo nas Ofertas com Esforços Restritos.” (Processo Administrativo CVM nº RJ2014/13261, pg. 17.)

“Art. 5º-D A quantidade de valores mobiliários a serem distribuídos na forma desta instrução poderá, a critério do ofertante, ser aumentada mediante distribuição de lote adicional.”

### **3) Requisito para troca de instituição intermediária líder**

Preliminarmente, é importante observar que as relações comerciais estabelecidas entre os emissores e ofertantes com as instituições intermediárias das ofertas públicas são geralmente reguladas por instrumentos particulares de mandato ou por meio dos contratos de distribuição. A fim de resguardar os interesses das partes signatárias de tais acordos, é usual haver previsão contratual de rescisão em caso de inadimplemento de determinadas obrigações por quaisquer das partes, incluindo aquelas dispostas na regulamentação sobre ofertas públicas desta D. Comissão.

Dito isto e partindo-se para a análise da proposta de redação para o Art. 3º-A, acreditamos que o seu racional advenha da preocupação desta D. Comissão de, em caso de substituição da instituição líder durante o curso de oferta pública com esforços restritos, a nova instituição intermediária não assumir certas obrigações previstas na regulamentação aplicável, mormente aquelas constantes da Instrução CVM 476, em relação ao período em que ainda não estava envolvida na operação. Em sendo esse o caso, entendemos que, muito embora a linguagem sugerida atenda ao objetivo supracitado, seria demasiado prejudicial aos emissores e ofertantes fixar tal imposição acerca da troca da instituição líder, pois criaria situações em que, mesmo com um inadimplemento contratual da instituição líder, o emissor ou o ofertante estaria impedido de substituí-lo.

Além disso, entendemos que a vedação à troca da instituição intermediária líder deve estar sujeita a algum limite temporal, tendo em vista que, pelo mesmo motivo já explicitado acima, os emissores ou ofertantes se veriam vinculados à uma relação comercial desde o momento em que as primeiras discussões e reuniões sobre a oferta pública distribuída com esforços restritos foram feitas até a sua efetiva conclusão. Nessa linha, sugerimos que a substituição da instituição intermediária líder possa ser realizada até a ocorrência de determinado evento no âmbito da oferta pública de distribuição com esforços restritos, como, por exemplo, até a divulgação do fato relevante que comunicar o seu início ou do envio do comunicado de início de que trata o artigo 7º-A da Instrução CVM 476.

Assim, segue sugestão abaixo contemplando que a substituição da instituição intermediária líder poderá ocorrer em havendo inadimplemento contratual por parte de tal instituição ou a não observância de obrigações regulamentares, bem como fixando um marco temporal para o início da vedação à troca do líder:

*“Art. 3º-A Nas ofertas públicas distribuídas com esforços restritos, não é admitida a troca:*

*I – da instituição intermediária líder após o envio à CVM da comunicação de início da oferta pública de que trata o artigo 7º-A desta Instrução, ressalvado o disposto no parágrafo único abaixo; e*

*II – da espécie, série e classe dos valores mobiliários ofertados.*

*Parágrafo único. A vedação prevista no inciso I acima não se aplica (i) em caso de inadimplemento por parte da instituição intermediária líder de qualquer contrato celebrado com emissores ou ofertantes ou descumprimento de obrigações regulamentares aplicáveis editadas pela CVM durante o curso de oferta pública distribuída com esforços restritos, ou (ii) caso seja dada divulgação aos investidores que aderiram à oferta acerca da substituição da instituição líder e haja comunicação à CVM dessa substituição pela nova instituição líder em conjunto com a instituição substituída.”*

#### **4) Padronização de documentos**

No que tange ao questionamento feito por essa D. Comissão sobre a conveniência de um modelo padrão de contrato de estabilização, bem como a padronização de outros contratos ou documentos usados em ofertas públicas, entendemos ser muito bem vinda a sugestão e acreditamos ser benéfico ao mercado. A existências de modelos padronizados de documentos garantiria celeridade na realização de ofertas públicas, na análise da documentação por essa D. Comissão, e maior facilidade de acesso às janelas de oportunidade pelos participantes do mercado.

Assim, pelo exposto nos comentários acima, reiteramos que as propostas feitas na Audiência Pública representam um avanço para o desenvolvimento do mercado, e parabenizamos essa D. Comissão pela oportunidade de propor tais alterações.

Sendo o que nos cumpria para o momento, renovamos nossos protestos de elevada estima e consideração.

Atenciosamente,

Alfried Karl Plöger

Presidente

Associação Brasileira das Companhias Abertas - ABRASCA